

Ink 2016 -05- 2 0

Målnr
Aktbil

429-16
11

Till
Kammarrätten i Jönköping

kammarrattenijonkoping@dom.se

Malmö den 20 maj 2016

Skickas endast per e-post

KOMPLETTERING AV ÖVERKLAGANDE

Mål nr 429-16

Energimarknadsinspektionen ./. E.ON Gas Sverige AB angående fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018

Med hänvisning till beviljat anstånd inkommer E.ON Gas Sverige AB (E.ON Gas) härmed med utveckling av talan och skäl för prövningstillstånd enligt följande.

Innehåll

1.	YRKANDEN.....	3
2.	BAKGRUND	3
3.	FÖRHANDSREGLERINGEN.....	4
4.	KALKYLRÄNTAN	5
4.1	Inledning.....	5
4.2	Kammarrättens domar i elnätsmålen	6
4.3	Förvaltningsrättens domar i gasnätsmålen	7
4.4	Riskfri ränta	8
4.4.1	E.ON Gas tillämpade nivå.....	8
4.4.2	Förvaltningsrättens dom och nya metod	9
4.4.3	Tillämpning av löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer	10
4.4.4	KI:s bedömning av löptidspremien	11
4.4.5	Nuvarande nivå på löptidspremien.....	12
4.4.6	Slutsats.....	13
4.5	Marknadsriskpremien	14
4.6	Särskild riskpremie	15
4.7	Kreditriskpremie.....	17
4.8	Inflationsförväntan	18
4.9	Sammanfattning - kalkylräntan.....	19
5.	SKÅL FÖR PRÖVNINGSTILLSTÅND.....	21
6.	LÖPANDE PÅVERKBARA KOSTNADER	22

1. YRKANDEN

E.ON Gas vidhåller de i överklagandeskriften av den 22 februari 2016 angivna yrkandena. För god ordnings skull vill E.ON Gas göra följande förtydliganden.

Det framställda yrkandet om höjning av kalkylräntan till 7,5 procent (eller den högre procentsats som kammarrätten kan komma att fastställa i målen 427-16 eller 428-16) omfattar i förekommande fall självfallet även den lägre procentsats (överstigande den av förvaltningsrätten fastställda nivån om 6,82 procent upp till i målet yrkad nivå) som kammarrätten må fastställa.

Om kammarrätten skulle bestämma kalkylräntan till annan procentsats än 7,5 procent hemställer E.ON Gas att kammarrätten överlämnar till Ei att, med tillämpning av den av kammarrätten bestämda kalkylräntan, beräkna E.ON Gas intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 till faktiskt belopp.

2. BAKGRUND

När det gäller den rättsliga och faktiska bakgrunden hänvisas generellt till beskrivningen i förvaltningsrättens dom. Till sammanfattning anförs i korthet följande.

Enligt 6 kap. naturgaslagen ska en intäktsram beslutas i förväg för varje naturgasföretag som bedriver överföring av naturgas eller innehar en lagrings- eller en förgasningsanläggning. Naturgasföretagen ska inge förslag till intäktsram till Energimarknadsinspektionen (Ei) som prövar om den ansökta intäktsramen täcker skäliga kostnader för att bedriva den verksamhet som intäktsramen avser och ger en rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten (kapitalbas).

E.ON Gas ansökte om en intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 uppgående till 2 250 000 tkr. Ei har i beslut av den 23 oktober 2014 fastställt E.ON Gas intäktsram till 2 019 274 tkr i 2013 års prisnivå.

E.ON Gas överklagade Ei:s beslut till förvaltningsrätten med yrkande – som talan slutligt bestämdes och såvitt nu relevant – att intäktsramen skulle bestämmas till ett belopp om 2 154 381 tkr med tillämpning av en real kalkylränta (WACC) om 7,5 procent före skatt. Beloppsmässigt innebar detta en skillnad på 135 107 tkr mellan överklagandet och Ei:s beslut. Skillnaden beror på att Ei tillämpat en kalkylränta om 6,26 procent samt beräknat intäktsramen utifrån betydligt lägre påverkbara kostnader än vad E.ON Gas har anfört vara rimliga och nödvändiga för verksamhetens bedrivande under tillsynsperioden 2015-2018.

I dom av den 1 februari 2016 biföll förvaltningsrätten E.ON Gas talan vad avser yrkad höjning av de löpande påverkbara kostnaderna och på så sätt att kalkylräntan bestämdes till 6,82 procent. E.ON Gas talan om en högre kalkylränta än sagda procentsats ogillades således.

E.ON Gas anser att den kalkylränta om 6,82 procent som förvaltningsrätten bestämt är för låg för att ge bolaget rimlig avkastning på det kapital som används i verksamheten (kapitalbasen) under tillsynsperioden 2015-2018. Den beslutade kalkylräntenivån står därmed i strid med 6 kap. 10 § naturgaslagen samt med den rättspraxis som utvecklats på området. E.ON Gas har därför överklagat domen och yrkar att intäktsramen fastställs med tillämpning av en kalkylränta om 7,5 procent i enlighet med i förvaltningsrätten framställt yrkande. Grunderna härför utvecklas nedan.

3. FÖRHANDSREGLERINGEN

Överföring av naturgas genom rörledningar är ett naturligt monopol som regleras av Ei. Sedan den 1 januari 2015 tillämpas en förhandsreglering av naturgasföretagens intäkter. Ei har tidigare i efterhand (*ex post*) granskat de tariffer som naturgasföretagen får ta ut. Enligt de nya bestämmelserna i naturgaslagen ska Ei i förväg (*ex ante*) fastställa de samlade intäkter som ett naturgasföretag högst får uppbära under en kommande tillsynsperiod (6 kap. 6 § naturgaslagen). En tillsynsperiod är som huvudregel fyra år och gäller för första gången under tillsynsperioden 2015-2018.

Förhandsregleringen på gasnätssidan är i princip identisk med regleringen för elnättsföretagen enligt ellagen (1997:857), som började gälla från och med den 1 januari 2012. I förarbetena till naturgaslagen avseende förhandsregleringen anføres att det är angeläget att tillsynen av energimarknaden i Sverige bedrivs på ett likartat sätt, oavsett energislag och verksamhetsinriktning, och att detta bör underlätta såväl tillsynsmyndighetens som naturgasföretagens verksamhet samt bidra till en ökad förutsägbarhet på naturgasmarknaden för både kunder och företag.¹

Elnätsregleringen och gasnättsregleringen har även det gemensamma syftet att skapa förutsebarhet för nätföretagen och deras kunder samt stabila och långsiktiga villkor för nätverksamheten, vilket möjliggör nödvändiga investeringar i näten för att säkra nätens funktion på längre sikt.²

Mot denna bakgrund är kammarrättens avgöranden i elnätsmålen avseende elnättsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015 (mål nr 61-14, 101-14 och 129-14) av omedelbar relevans även för gasnätföretagens intäktsramar, vilket förvaltningsrätten också har konstaterat i nu överklagad dom.

¹ Se prop. 2012/13:85, s. 21 och 30, och även Ei R 2014:11, s. 10.

² Se uttalanden i förarbetena för naturgaslagen respektive ellagen, prop. 2012/13:85, s. 51 och prop. 2008/09:141, s. 58.

Som angetts ovan framgår av 6 kap. 10 § naturgaslagen att intäktsramen ska beräknas så att den täcker skäligen kostnader för att bedriva den verksamhet som ramen avser och ger en rimlig avkastning på det kapital som behövs för att bedriva verksamheten, den s.k. kapitalbasen.

Naturgaslagen ger ingen närmare vägledning om vad som utgör rimlig avkastning. I förarbetena till ellagen har dock bland annat angetts att en rimlig avkastning ska motsvara den avkastning som fordras för att i konkurrens med alternativa placeringar med motsvarande risk kunna attrahera kapital för investeringar.³ Avkastningen ska med andra ord vara marknadsmässig.

Av förarbetena följer att en rimlig avkastning måste beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder. En sådan vedertagen metod är WACC-metoden (*Weighted Average Cost of Capital*) som Ei beslutat att tillämpa för att fastställa en kalkylränta. Det är denna del av Ei:s beslut om intäktsramar för tillsynsperioden 2015-2018 – dvs. beräkningsprinciperna och nivån på kalkylräntan – som detta överklagande gäller.

4. KALKYLRÄNTAN

4.1 Inledning

WACC-metoden, som används för att fastställa kalkylräntan både för gasnät- och elnätföretagens intäktsramar, är en vedertagen ekonomisk metod för att beräkna avkastning. WACC-metoden innebär i korthet en beräkning av den avkastning som ett företag måste generera för att kunna attrahera investerare och kapital för verksamheten. I WACC-beräkningen beaktas hur stora långivarnas och investerarnas avkastningskrav är i förhållande till deras andel av det totala kapitalet. En sammanvägning görs av dels bedömd kapitalkostnad för eget kapital, dels bedömd kapitalkostnad för lånat kapital.

Avkastningskravet för *eget kapital* utgörs av den kompensation en ägare vill kunna tillgodoräkna sig för att investera kapital och bedöms utifrån parametrarna riskfri ränta, marknadsriskpremie och särskild riskpremie.

Avkastningskravet för *lånat kapital* motsvarar den ränta som en långgivare kräver för att låna ut pengar till företaget. Avkastningskravet är beroende av risken i investeringen. De parametrar som är avgörande för kostnaden för lånat kapital är riskfri ränta och kreditriskpremie.

Ju högre risk som ligger i verksamheten, desto högre avkastningskrav och ränta kommer ägare respektive långgivare att kräva.

³ Prop. 2008/09:141, s. 60-61.

Inför Ei:s beslut om intäktsramar för gasnätföretagen uppdrog Ei åt tre konsultföretag – EY, Grant Thornton och Montell & Partners – att enligt WACC-metoden bedöma en real kalkylränta för tillsynsperioden 2015-2018. Ei valde att helt ansluta sig till EY:s bedömning och beslutade om en kalkylränta om 6,26 procent för att beräkna intäktsramarna för tillsynsperioden 2015-2018.

E.ON Gas ansökta intäktsram har beräknats utifrån en real kalkylränta före skatt om 7,5 procent, vilket också är den nivå som E.ON Gas har yrkat i överklagandet till förvaltningsrätten och nu till kammarrätten (dock att om en högre kalkylränta skulle fastställas för Swedegas i målen 427-16 och 428-16 ska sådan högre kalkylränta även tillämpas för E.ON Gas). E.ON Gas yrkade nivå på kalkylräntan är bedömd utifrån vedertagen WACC-teori och i enlighet med kravet på ett långsiktigt och stabilt perspektiv vid fastställande av kalkylräntan för nätföretagen, enligt vad som närmare redogörs för nedan.

4.2 Kammarrättens domar i elnätsmålen

Kammarrätten har prövat och fastställt en rad centrala frågor för kalkylräntans bestämmande i sina domar av den 10 november 2014 i de tre pilotmålen avseende elnätsbolagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015 (mål nr 61-14, 101-14 och 129-14). Domarna överklagades av Ei till Högsta förvaltningsdomstolen som den 23 mars 2015 beslöt att inte meddela prövningstillstånd.

Kammarrätten prövade i sina domar bland annat om den av Ei beslutade kalkylräntan för elnätsföretagens intäktsramar var rimlig och förenlig med grundläggande principer för fastställande av kalkylränta i det sammanhang som var i fråga. Kammarrätten konstaterade att förhandsregleringen av nättariffer har till syfte att skapa förutsebarhet för nätföretagen och deras kunder. Kammarrätten anförde också att regleringen ska skapa stabila och långsiktiga villkor för nätverksamheten för att nödvändiga investeringar i näten ska kunna göras för att säkra nätens funktion på längre sikt.

Kammarrätten fann, mot bakgrund av lagstiftning, förarbeten, EU-rättslig praxis och utredningar i målen, att det är rimligt och i överensstämmelse med förhandsregleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv vid fastställande av parametervärdena för beräkning av den regulatoriska kalkylräntan. Kammarrätten uttalade att en investering i elnät har en mycket lång investeringshorisont, vilket kräver att nivån på avkastningen kan bedömas på längre sikt med viss förutsebarhet. Vidare konstaterades att, om kalkylräntan bestäms med ett kortsiktigt perspektiv, intäktsramen kan komma att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna.

Mot bakgrund av dessa uttalanden underkände kammarrätten det fyraåriga tidsperspektiv som Ei argumenterade för och fann detta oförenligt med det långsiktiga perspektivet. Den reala kalkylräntan för elnätsföretagen fastställdes

till 6,50 procent, vilket kan jämföras med 5,20 procent som Ei i det fallet hade beräknat med det alltför kortsiktiga tidsperspektivet.

4.3 Förvaltningsrättens domar i gasnätsmålen

Som framhållits ovan är syftet med förhandsregleringen att uppnå en förutsebarhet för såväl nätföretag som kunder. Det är därför särskilt betydelsefullt att praxis på området efterlevs och tillämpas konsekvent av såväl Ei som av domstolar. Trots att kammarrättens domar slagit fast att ett långsiktigt och stabilt perspektiv ska tillämpas har Ei ändå fortsatt att argumentera för det mycket kortsiktiga fyraåriga tidsperspektivet vid bedömning av kalkylräntan för nätföretagen.

Förvaltningsrätten har i nu överklagad dom, med hänvisning till kammarrättens praxis, konstaterat att kammarrättens uttalande om att ett långsiktigt stabilt perspektiv ska tillämpas vid fastställandet av kalkylräntan är ett principiellt uttalande som har bäring även på naturgasverksamhet och för tillsynsperioder utöver den i målen aktuella tillsynsperioden (förvaltningsrättens dom, s. 62).

Förvaltningsrätten anger att det långsiktiga perspektivet inte innebär att samma kalkylränta ska gälla under flera tillsynsperioder, utan att den kan komma att variera mellan olika tillsynsperioder. Förvaltningsrätten anser dock att syftet med ett långsiktigt synsätt är att kalkylräntan inte ska variera lika kraftigt som när ett mer kortsiktigt perspektiv används vid beräkningen. Det fyraåriga perspektivet är därför inte förenligt med behovet av långsiktighet, stabilitet och förutsebarhet i regleringen.

Det är enligt E.ON Gas mening riktigt, som förvaltningsrätten anger, att ett långsiktigt perspektiv inte innebär att samma kalkylränta ska gälla under flera tillsynsperioder. Varken E.ON Gas eller annat gasnätsföretag har påstått att så skulle vara fallet. Det förefaller självklart att en kalkylränta ska bestämmas inför varje tillsynsperiod utifrån de förutsättningar som föreligger vid varje sådant beslut om intäktsram – dock att kalkylräntan måste fastställas utifrån ett långsiktigt och stabilt perspektiv och med det grundläggande syftet att nätföretagen och kunderna ska få stabila, förutsebara och långsiktiga villkor för sina verksamheter. Förutsebarheten är av fundamental betydelse för att säkerställa och möjliggöra nödvändiga investeringar i näten.

Förvaltningsrätten tillämpar dock delvis en annan metod för bedömning av kalkylräntans nivå än den som kammarrätten fastställt i elnätsmålen. Även om den av förvaltningsrätten tillämpade metoden kan anses tillgodose kraven på regulatorisk långsiktighet och stabilitet beaktar förvaltningsrätten i sin metod inte på ett korrekt sätt det faktum att bedömningen av kalkylräntans ingående parametrar ska spegla investeringarnas tidshorisont i enlighet med vedertagen WACC-teori. Detta innebär att det fortfarande föreligger osäkerheter avseende metoden och de underliggande principerna för fastställande av kalkylräntan.

Med hänsyn till att det grundläggande syftet med förhandsregleringen är att skapa förutsägbarhet för såväl nätföretagen och kunderna, och därmed förutsättningar för investeringar i nätverksamheten, är det av central vikt att principerna och metoden för att bedöma kalkylräntan och dess ingående parametrar är förutsebara och transparenta samt förenliga med vedertagna ekonomiska metoder.

I det följande redogör E.ON Gas för de WACC-parametrar som E.ON Gas anser att förvaltningsrätten har fastställt till en felaktig nivå och utifrån en bristfällig metod.

4.4 Riskfri ränta

4.4.1 E.ON Gas tillämpade nivå

Som kammarrätten har uttalat i elnätsdomarna har tidsperspektivet en särskild betydelse vid fastställande av parametern riskfri ränta. Enligt vedertagen WACC-teori ska den riskfria räntan spegla investeringarnas tidshorisont. Detta har även kammarrätten konstaterat i domarna i elnätsmålen och uttalade att *"den riskfria räntan som används i WACC-metoden ska spegla investeringarnas tidshorisont. Uppskattningen bör därför baseras på en löptid som sammanfaller med investeringens livslängd"* (domen i mål nr 61-14, s. 51).

Mot denna bakgrund och med beaktande av det långsiktiga perspektivet fastställde kammarrätten i elnätsdomarna den nivå om 4 procent för den riskfria räntan som Ei bedömde rimlig utifrån den långsiktigt förväntade utvecklingen av BNP och inflation. Uppskattningen av den riskfria räntan ansågs därmed vara förenlig med principen att den riskfria räntan ska spegla investeringens livslängd.

E.ON Gas ansökan om intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 utgick i fråga om riskfri ränta från kammarrättens domar. Som E.ON Gas anfört vid förvaltningsrätten medför ett långsiktigt och stabilt perspektiv en riskfri ränta som uppgår till i vart fall 4 procent. E.ON Gas anser alltså (i motsats till vad Ei numera påstår) att det är en vedertagen, och lämplig, metod att bedöma en långsiktig och stabil riskfri ränta utifrån förväntad BNP-tillväxt och inflationsmål. Detta har E.ON Gas utvecklat i tidigare inlagor i målet vid förvaltningsrätten. Därtill ska framhållas att Konjunkturinstitutet (KI) tillämpar den långsiktiga BNP-utvecklingen för att bedöma långsiktig realränta. Lämpligheten att utifrån en analys av långsiktig BNP-tillväxt och inflation fastställa en långsiktigt stabil riskfri ränta har även styrkts av sakkunnigutlåtanden och förhör i förvaltningsrätten med professor Thore Johnsen och Daniel Frigell på KPMG.

Förvaltningsrätten har dock valt att frånga denna tidigare tillämpade metod (dvs. utifrån BNP-tillväxt och inflation) för bedömning av riskfri ränta.

4.4.2 Förvaltningsrättens dom och nya metod

Förvaltningsrätten konstaterar i sin dom att den riskfria räntan ska bedömas med ett långsiktigt och stabilt perspektiv och att parterna i målet är överens om att den riskfria räntan ska spegla investeringarnas tidshorisont samt att löptiden på den riskfria räntan därför bör sammanfalla med investeringarnas livslängd.

Förvaltningsrätten menar emellertid att det är en "osäker metod" att bestämma riskfri ränta utifrån förväntad BNP-tillväxt på sätt som kammarrätten gjort för elnätsföretagens intäktsramar 2012-2015. Förvaltningsrätten anför vidare att det bästa tillgängliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan är svenska 10-åriga statsobligationer, och fastställer därmed Ei:s beslut i denna del.

Förvaltningsrätten har dock ändrat Ei:s beslut vad avser tidsperspektivet. Istället för det mycket kortsiktiga fyraåriga perspektiv, motsvarande den fyraåriga tillsynsperioden, som Ei anser ska gälla menar förvaltningsrätten att den riskfria räntan istället ska bedömas utifrån ett genomsnitt av KI:s nioåriga prognos (för åren 2015-2023) för 10-åriga statsobligationer. Enligt förvaltningsrätten är syftet att detta längre tidsperspektiv i högre grad ska representera den långsiktighet och stabilitet som krävs i regleringen.

Förvaltningsrätten introducerar således i praktiken en ny metod för fastställande av den riskfria ränta, vilket resulterar i en riskfri ränta om 3,83 procent utifrån KI:s nioåriga prognos för 10-åriga statsobligationer från augusti 2014 (den prognos närmast i tiden för Ei:s beslut om intäktsramar).

Förvaltningsrättens ansats att bestämma riskfri ränta utifrån en mer normaliserad nivå än den av Ei använda är korrekt. E.ON Gas anser även att den av förvaltningsrätten använda metoden uppfyller kraven på förutsebarhet och transparens. Rättens perspektiv är även framåtblickande, vilket även det är i enlighet med WACC-metoden och att kalkylräntan ska spegla förväntat genomsnittligt avkastningskrav. Just det förhållandet att WACC-teorin föreskriver att den vägda kapitalkostnaden ska vara framåtblickande innebär att de alternativa metoder baserat på historiskt faktiskt utfall som Ei argumenterar för i sitt överklagande inte är lämpliga.

Även om E.ON Gas inte anser att det finns något stöd för förvaltningsrättens slutsats att det skulle vara en "osäker metod" att bestämma den riskfria räntan utifrån förväntad BNP-tillväxt och inflation, anser bolaget likväl att den metod som förvaltningsrätten använder som sådan har vissa fördelar i förhållande till en riskfri ränta fastställd utifrån förväntad BNP-tillväxt och inflation.

Förvaltningsrättens metod baseras på en generell och officiell prognos från en oberoende myndighet, KI, som bland annat har till uppgift att göra analyser och prognoser av den framtida ekonomiska utvecklingen. KI publicerar nya prognoser varje kvartal, vilket ger en transparent, repeterbar och förutsebar metod för beräkningen av den riskfria räntan.

E.ON Gas anser således att förvaltningsrättens valda metod i och för sig kan anses lämplig för att fastställa den riskfria räntan utifrån ett långsiktigt och stabilt perspektiv. E.ON Gas kan därför acceptera metoden som sådan under förutsättning att den även tar hänsyn till investeringarnas livslängd.

Förvaltningsrättens tillämpade metod följer nämligen emellertid inte vedertagen ekonomisk teori i så motto att den riskfria räntan – vilket parterna är eniga om – även ska spegla investeringarnas tidshorisont. En 10-årig löptid på den underliggande tillgången speglar uppenbart inte investeringarnas tidshorisont om 50-65 år. Även med de ändringar av Ei:s beslut som följer av förvaltningsrättens dom blir alltså resultatet en riskfri ränta som inte är förenlig med WACC-metoden och de principer för den reala kalkylräntan som fastslagits genom förarbeten och kammarrättens praxis.

I en sådan situation riskerar gasnätföretagen att inte erhålla rimlig avkastning och nödvändigt investeringskapital på grund av att den beräknade kalkylräntan blir för låg i förhållande till investeringshorisonten.

Sammanfattningsvis, om förvaltningsrättens metod för bestämmande av riskfri ränta i gasmälen (utgående från KI:s nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan) ska tillämpas istället för den metod (utgående från förväntad BNP-tillväxt och inflationsmål) som kammarrätten tillämpade i elnätsdomarna från 2014, krävs att förvaltningsrättens metod tar i beaktande investeringarnas tidshorisont. Detta kan ske genom att tillämpa en så kallad löptidspremie.

På uppdrag av Swedegas AB har PwC utrett och analyserat förekomsten av och storleken på en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer. PwC:s rapport har ingetts av Swedegas i mål nr 427-16 och 428-16. En kopia av rapporten inges även i detta mål såsom Bilaga till detta yttrande.

I det följande redogörs för tillämpningen av en löptidspremie och slutsatserna i PwC:s utredning.

4.4.3 *Tillämpning av löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer*

Som framhållits ovan innebär en riskfri ränta som bestäms utifrån 10-åriga statsobligationer att löptiden långt ifrån speglar investeringarnas livslängd på minst 50 år.

Om statsobligationer ska utgöra den underliggande tillgången måste bedömningen ske baserat på en underliggande tillgång med en lägre löptid. På den svenska marknaden finns emellertid inga statsobligationer med löptider som speglar investeringarnas livslängd om 50-65 år. Förvaltningsrätten drar här den felaktiga slutsatsen att 10-åriga svenska statsobligationer utgör det bästa tillgängliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan. Den alltför korta löptid som 10-åriga statsobligationer har i förhållande till investeringar i gasnät

kan nämligen kompenseras genom underlag avseende 30-åriga statsobligationer.

Det är en vedertagen ekonomisk metod att kompensera för en ränta med kortare löptid än investeringens livslängd genom att tillämpa en löptidspremie. Genom att tillämpa en löptidspremie motsvarande skillnaden mellan 10-årig och 30-årig ränta kan en prognos över den 30-åriga riskfria räntan beräknas.

För att erhålla en riskfri ränta, baserad på 10-åriga statsobligationer, som speglar investeringarnas löptid måste en löptidspremie läggas till den 10-åriga räntan för att kompensera för en ränta med en kortare löptid. En period om 30 år är visserligen kortare än investeringarnas livslängd, men motsvarar bättre investeringarnas livslängd i gasnätsverksamhet inom ramen för en schabloniserad metod. Genom tillämpning av en löptidspremie erhålls således en riskfri ränta som i högre grad överensstämmer med vad vedertagen ekonomisk teori föreskriver.

Förvaltningsrätten påstår att 30-åriga statsobligationer inte kan ligga till grund för fastställande av riskfri ränta på grund av att likviditeten för dessa längre obligationer skulle vara för låg. Förvaltningsrättens resonemang att likviditeten hos svenska 30-åriga statsobligationer skulle vara låg på grund av bristande handelsvolym stämmer emellertid inte. Det finns ingen utredning i målet som ger stöd för detta påstående av förvaltningsrätten. Tvärtom har E.ON Gas i yttrandena till förvaltningsrätten visat och beskrivit att handel med 30-åriga statsobligationer sker dagligen till förhållandevis stora belopp – i genomsnitt 237 miljoner kr. Att likviditeten hos 30-åriga statsobligationer är tillräcklig framgår också av PwC:s rapport, se Bilaga, s. 11.

Vidare har Finansinspektionen i en rapport från den 10 mars 2016 konstaterat att *samtliga* svenska statsobligationer är likvida. I rapporten har Finansinspektionen analyserat handeln i svenska obligationer för att få en uppfattning om effekterna av det s.k. MiFID-regelverket på den svenska obligationsmarknaden. Syftet har bland annat varit att undersöka hur stor del av de svenska obligationerna som kan betraktas som likvida. Av de undersökta obligationerna konstaterar alltså Finansinspektionen att *samtliga* utestående statsobligationer är likvida.⁴

4.4.4 *KI:s bedömning av löptidspremien*

När det gäller förutsättningarna för att tillämpa en löptidspremie samt nivån på en sådan har KI i en rapport från år 2012 utrett den långsiktiga långa realräntan

⁴ Finansinspektionen, *Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden*, 10 mars 2016, Dnr 16-569, s. 8-9 samt 18-19, http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2016/marknadrapport_2016ny4.pdf.

och konstaterat att en löptidspremie föreligger mellan den långa realräntan och den korta realräntan.⁵

KI uttalade att den långa realräntan är högre än den korta realräntan och att skillnaden, dvs. den så kallade löptidspremien, normalt stiger med löptiden men i avtagande takt.

Vid tidpunkten för KI:s utredning hade 30-åriga statsobligationer funnits på den svenska marknaden i tre år (april 2009 - maj 2012). Baserat på tillgänglig data bedömde KI att löptidspremien mellan räntorna på en 30-årig och en 10-årig statsobligation uppgick i genomsnitt till 0,5 procent under perioden 2009-2012. Med hänsyn till att KI vid den tidpunkten ansåg att den 10-åriga räntan under de senaste åren påverkats mer än den 30-åriga räntan av förväntningar om låga korta räntor de kommande åren ansatte KI löptidspremien till ett något lägre värde, 0,2-0,4 procent.

4.4.5 *Nuvarande nivå på löptidspremien*

I dagsläget finns sju års data tillgänglig för svenska 30-åriga statsobligationer (2009-2016). Baserat på ränteutvecklingen under perioden 2009-2016 har experter på PwC utrett nivån på löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer, se Bilaga.

PwC konstaterar inledningsvis att en löptidspremie kan och bör tillämpas vid fastställande av den riskfria räntan. PwC har därefter analyserat ränteutvecklingen för svenska riskfria räntor med löptider mellan tre månader till 30 år under perioden mars 2009 - april 2016, och fastställer att det finns en löptidspremie på den svenska marknaden.

Utifrån en jämförelse av ränteutvecklingen mellan 30-årig statsobligation och 10-årig statsobligation under perioden 2009-2016 har PwC beräknat att den 30-åriga statsobligationen haft en i genomsnitt 0,67 procent högre ränta än en 10-årig statsobligation. Under perioden mars 2009-oktober 2014 (då beslutet om intäktsram fattades) uppgick skillnaden i genomsnitt till 0,62 procent. Mot bakgrund av dessa beräkningar visar PwC:s analys att löptidspremien på den svenska marknaden uppgår till åtminstone 0,6 procent.

PwC:s analys innefattar även en jämförelse med den internationella marknaden, närmare bestämt av vad löptidspremien uppgår till i Storbritannien, Tyskland och USA. Motsvarande jämförelse gjordes av KI i KI:s analys från 2012. Av PwC:s rapport framgår att löptidspremien legat på en förhållandevis stabil nivå under perioden mars 2009-april 2016. I jämförelseländerna har löptidspremien i genomsnitt uppgått till 0,74 procent i Tyskland, 0,82 procent i

⁵ SOU 2012:71, Bilaga 3, *Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv*, Konjunkturinstitutet, 16 maj 2012, dnr 13-38-11.

Storbritannien och 0,95 procent i USA. Tillsammans med Sverige uppgår den genomsnittliga löptidspremien under den aktuella perioden till ca 0,8 procent.

Detta visar således klart och tydligt existensen av en löptidspremie, och att det är rimligt att anta att löptidspremien mellan en 10-årig statsobligation och 30-årig statsobligation på den svenska marknaden uppgår till åtminstone 0,6 procent.

Även Ei:s konsult EY har i ett yttrande i elnätsmålen den 26 mars 2014⁶ angett att den riskfria räntan bör ligga i ett intervall där *minvärdet* utgörs av en tioårsränta och *maxvärdet* av en 30-årsränta. EY har räknat på ett räntepåslag utifrån 30-årig statsobligation och anger att ränteskillnaden mellan en 30-årig och 10-årig statsobligation under perioden april 2009-oktober 2011 uppgick till 0,56 procent. EY anförde även att 30-åriga statsobligationer sedan slutet av 2011 har handlats med i tillräckliga volymer för att räntan ska kunna anses tillförlitlig. Analysen från Ei:s egen konsult stöder således slutsatsen ovan om förekomsten av en löptidspremie.

4.4.6 *Slutsats*

På sätt som förvaltningsrätten funnit och som redogjorts för ovan anser E.ON Gas i och för sig att det kan anses vara en lämplig metod att använda KI:s nioåriga prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan för att beräkna en långsiktig riskfri ränta. Om prognosen från augusti 2014 används – den prognos som ligger närmast i tiden före det överklagade beslutet – resulterar det i en riskfri ränta om 3,83 procent (baserat på ett genomsnitt under åren 2015-2023) i enlighet med förvaltningsrättens dom.

För att den av förvaltningsrätten tillämpade metoden ska motsvara löptiden på investeringarna krävs därutöver, enligt vedertagen ekonomisk metod, att det görs ett tillägg till den riskfria räntan i form av en löptidspremie mellan 10-åriga statsobligationer och 30-åriga statsobligationer.

Tillämpning av en löptidspremie medför likaledes en tydlig, förutsebar och transparent metod, eftersom den riskfria räntan liksom löptidspremien kan fastställas utifrån ekonomiska underlag och data.

Löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer uppgår enligt PwC:s analys till som lägst 0,6 procent. Detta är en nivå som E.ON Gas menar är en korrekt nivå på löptidspremien. PwC:s utredning om löptidspremien ger dessutom ett starkt stöd för KI:s bedömda nivå på löptidspremien enligt KI:s rapport från 2012 (0,2-0,4 procent). Medelvärde av KI:s bedömda nivåer på

⁶ Energimarknadsinspektionen: Uppdaterad WACC för elnätsföretag, 26 mars 2014, s. 14f.

löftidspremie är 0,3 procent, vilket får anses vara en lågt skattad löftidspremie.

En mycket försiktig hållning är därför att löftidspremie ligger på en nivå som i vart fall uppgår till mellan 0,3 procent och 0,6 procent. PwC:s utredning visar dock, som sagts ovan, att nivån på löftidspremie kan beräknas till 0,6 procent.

4.5 Marknadsriskpremie

Förvaltningsrätten har fastställt den av Ei beslutade marknadsriskpremie till 5,0 procent, vilken utgår från EY:s rapport till Ei:s beslut om intäktsram.⁷

E.ON Gas anser att nivån är korrekt med hänsyn till att den är bedömd utifrån ett långsiktigt perspektiv och utgör en normaliserad marknadsriskpremie.

EY har i sin rapport anfört att marknadsriskpremie på den svenska marknaden kan uppskattas till 5,0 procent i ett normalt marknads läge, och finner stöd för detta framförallt i Dimsons justerade riskpremiestudie och PwC:s årliga studier av marknadsriskpremie. Av EY:s rapport och metod för att bedöma marknadsriskpremie är det tydligt att EY har utgått från ett långsiktigt perspektiv. Nivån 5,0 procent är således rimlig utifrån det långsiktiga perspektiv som ska tillämpas och E.ON Gas instämmer således i förvaltningsrättens slutsats att skäl saknas för att ändra nivån.

Ei hävdar dock nu att marknadsriskpremie borde sänkas till 4,5 procent i anledning av att den riskfria räntan höjdes genom förvaltningsrättens dom från 3,33 procent till 3,83 procent. Ei motiverar detta med beräkningssambandet mellan riskfri ränta (r_f) och marknadsriskpremie (MRP), där $MRP = r_m - r_f$. r_m står för aktiemarknadens avkastning (kostnad för eget kapital), vilken Ei har åsatt till 8,33 procent.

Formeln är i sig matematiskt korrekt och vid en given r_m finns det ett samband mellan nivån på riskfri ränta och marknadsriskpremie. Problemet är dock att Ei tillämpar detta samband alltför kategoriskt och hävdar att kostnaden för eget kapital (aktiemarknadens avkastning) är konstant. Så ser inte verkligheten ut. Marknadsavkastningen (r_m) är inte alltid 8,33 procent. Kostnaden för eget kapital varierar över korta tidsperioder. Vad som emellertid är relativt konstant över tid är marknadsriskpremie.

Inte heller EY anser att r_m är konstant. I EY:s rapport, som ligger till grund för Ei:s beslut om kalkylränta för gasnätsföretagen, skriver EY (s. 15) att en metod för att beräkna marknadsriskpremie är att subtrahera räntenivån från aktuell börskurs/avkastningen, men att *"ett problem med denna typ av studier är*

⁷ EY, WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioderna 2012, 2013 samt 2015-2018, s. 17, bilaga 2 till beslutet om intäktsram.

svårigheten att fastställa vilka vinstförväntningar marknadens aktörer faktiskt har vid en given tidpunkt, vilket gör MRP-estimatet volatil”.

Ei har hämtat siffran från EY:s rapport där EY har summerat sina bedömda nivåer på riskfri ränta och marknadsriskpremien till just 8,33 procent. Detta innebär alltså inte att r_m är konstant, och det föreligger heller inget absolut samband (eller ett 1:1-förhållande) mellan riskfri ränta och marknadsriskpremien. Som angetts ovan har EY uppskattat den riskfria räntan till en för låg nivå på grund av det kortsiktiga perspektivet – detta samtidigt som marknadsriskpremien bedömts utifrån ett långsiktigt perspektiv. Om den riskfria räntan höjs finns det således inget automatiskt samband som innebär att marknadsriskpremien ska sänkas.

Att den normaliserade nivån 5,0 procent är riktig även vid tillämpning av en löptidspremie mellan 10-åriga statsobligationer och 30-åriga statsobligationer framgår av PwC:s rapport, Bilaga, s. 13 f. Av PwC:s rapport framgår också att den riskfria räntan och marknadsriskpremien i vissa perioder har följts åt medan det i andra perioder har varit så att den ena parametern stigit medan den andra parametern har sjunkit.

Slutsats

EY har vid en noggrann analys bedömt ett långsiktigt värde på marknadsriskpremien till 5,0 procent. Även förvaltningsrätten tillämpar denna nivå i sin dom. Med hänsyn till att kalkylräntan ska fastställas utifrån ett långsiktigt perspektiv saknas skäl att ändra detta värde. Om någon justering av marknadsriskpremien ändå ska ske, ska den snarare höjas utifrån en tillämpning av samma beräkningsmetod som för den riskfria räntan, dvs. utifrån en prognos för de kommande nio åren.

4.6 Särskild riskpremie

Den särskilda riskpremien syftar till att svara för risker som är specifika för svenska gasnätföretag. Förvaltningsrätten har anslutit sig till Ei:s anförda linje och fastställt den särskilda riskpremien till 1,5 procent. Denna nivå har Ei bedömt med beaktande av vissa risker som är högre för svenska gasnätföretag än för motsvarande bolag i Europa. Dessa risker är emellertid för lågt skattade och nivån 1,5 procent tar inte höjd för de specifika risker som gasnätföretagen måste hantera i sin verksamhet.

E.ON Gas anser att en rimlig nivå på den särskilda riskpremien uppgår till minst 2,0 procent mot bakgrund av de specifika risker på naturgasmarknaden i Sverige som är högre än riskerna för motsvarande bolag i andra jämförbara länder, och även högre än riskerna för bedrivande av elnätsverksamhet. Detta gäller i huvudsak risker i fråga om försörjningstrygghet, politiska/regulatoriska risker och konkurrensrisker. En annan mycket påtaglig risk är den politiska risken som innebär att gas, som är ett marginaliserat energislag i Sverige (2

procent av energianvändningen), kan utmanövreras genom politiska beslut. Samtidigt som Sverige har ett lågt beroende av naturgas är marknaden och gasnätet centrerat till mindre, avgränsade delar av landet och tillförseln av naturgas är beroende av en enda överföringsledning från Danmark (bristande försörjningstrygghet). Gas konkurrerar med alternativa energilag och är utbytbar, till skillnad från el. De regulatoriska riskerna, som marknaden särskilt har sett prov på under de senaste åren genom förändringar i nätregleringen, är påtagliga och omfattar även det faktum att skattelagstiftningen för naturgas ofta ändras och är mycket oförutsebar och ryckig.

De svenska gasnätföretagen är avsevärt mindre än jämförelsebolagen, vilket – till skillnad mot vad förvaltningsrätten anför – är väsentligt att beakta vid bedömning av särskild riskpremie. Små bolag har betydligt sämre motståndskraft mot risker än stora bolag med starkare och mer etablerade marknadspositioner.

Det stämmer därtill inte såsom förvaltningsrätten påstår i domen att naturgasmarknaden "är en relativt stabil marknad". Naturgasmarknaden är tvärtom en osäker marknad att investera i, bland annat pga. av de risker som anförts ovan.

E.ON Gas hänvisar i övrigt till vad som anförts ifråga om de marknadsspecifika riskerna i tidigare yttranden vid förvaltningsrätten.

Förvaltningsrätten anför att gasföretagen inte har visat att en särskild riskpremie om 2,0 procent skulle vara mer riktig än en premie om 1,5 procent. E.ON Gas instämmer i att bedömningen av lämplig nivå på den särskilda riskpremien utgår från expertanalyser och kan inte räknas ut enligt någon ekonomisk metod. Nivån 2,0 procent stöds dock av expertutlåtanden från KPMG och professor Thore Johnsen⁸, som båda förespråkar en riskpremie om 2,0 procent mot bakgrund av de speciella förutsättningar och risker som präglar naturgasverksamheten.

Det underlag som Ei åberopat till stöd för nivån 1,5 procent väger varken tyngre eller är mer trovärdigt än den utredning som gasnätföretagen har förebringat i målen. Tvärtom ger gasnätföretagens utredning ett tydligt stöd för att den särskilda riskpremien bör höjas till angiven nivå. E.ON Gas anser i denna del att förvaltningsrätten har gjort en felaktig värdering och bedömning av den förebringade utredningen.

⁸ Se bl.a. utlåtanden av KPMG den 24 juni 2014 och 30 januari 2014, och utlåtanden av prof. Thore Johnsen 24 juni 2014 och 29 januari 2015. Ingivna av Swedegas till förvaltningsrätten i mål nr 8016-14 och 8020-14.

Slutsats

De marknadsförhållanden och specifika risker som redogörs för ovan, i E.ON Gas yttranden till förvaltningsrätten samt i expertutlåtandena åberopade av E.ON Gas visar att den särskilda riskpremien som Ei beslutat om är för låg och måste höjas till i vart fall 2,0 procent för att fånga upp de icke-systematiska riskerna i gasnätsverksamhet.

4.7 Kreditriskpremie

Förvaltningsrätten har fastställt den av Ei tillämpade kreditriskpremien om 1,8 procent. E.ON Gas har anfört att en rimlig nivå på kreditriskpremien uppgår till 2,5 procent. En högre kreditriskpremie är nödvändig för att nivån ska vara rimlig i förhållande till investeringarnas tidshorisont, och då särskilt med beaktande av refinansieringsrisken. Liksom den riskfria räntan är nivån på kreditriskpremien avhängig anläggningarnas livslängd. En längre löptid på en kredit motiverar generellt sett en högre kreditriskpremie, vilket också kammarrätten har konstaterat i elnätsmålen.

Förvaltningsrätten anför att det inte framkommit något i målet som gör sannolikt att Ei:s kreditriskpremie inte skulle vara framtagen på ett vedertaget sätt eller att premien underskattar de svenska naturgasföretagens lånekostnader.

E.ON Gas invändningar mot Ei:s kreditriskpremie rör inte EY:s grundläggande metod i sig för framtagande av kreditriskpremien. Metoden är förhållandevis förutsebar och transparent. E.ON Gas anser emellertid att bristen i metoden utgörs av att den utgår från en 10-årig löptid och således inte utifrån en löptid som sammanfaller med investeringshorisonten. Den av Ei beslutade, och av förvaltningsrätten fastställda, metoden för att bedöma kreditriskpremien är därmed oförenlig med vedertagen WACC-teori.

I motsats till vad Ei påstår är det irrelevant vilken tid som gasnätsföretagen enligt EY:s uppfattning "brukar" finansiera sig för. Kreditriskpremien ska baseras på en löptid som motsvarar investeringens livslängd för att ta höjd för bland annat refinansieringsrisker. Även om det finns företag som väljer en annan löptid på sina finansieringar är detta en helt ovidkommande faktor i sammanhanget eftersom dessa företag då väljer, genom att finansiera sig på kortare löptider, att själva ta den refinansieringsrisk som kortare finansieringar innebär. Det enskilda företagens självvalda risk saknar betydelse för den objektiva bedömningen av kreditriskpremien som ska ske enligt WACC-metoden.

WACC-metoden föreskriver att kostnaden för lånat kapital utgörs av parametrarna riskfri ränta och kreditriskpremie. Kreditriskpremien utgör den premie som företagen betalar utöver riskfri ränta för lånat kapital. Av detta följer att de båda parametrarna av uppenbara skäl måste fastställas utifrån samma löptid.

Om bedömningen av den riskfria räntan och kreditriskpremien ska utgå från 10-åriga statsobligationer ska, enligt vad som anförts ovan, en löptidspremie läggas till utifrån 30-åriga statsobligationer. PwC har analyserat löptidspremiens påverkan på kreditriskpremien baserat på en jämförelse mellan räntan för obligationer med tio års löptid och räntan för obligationer med 30 års löptid enligt det index av europeiska utilities med BBB-rating som Ei har använt för att uppskatta kreditriskpremien. Jämförelsen visar att kostnaden för lånat kapital ökar med längre löptider men att löptidspremien kopplat till kreditriskpremien är begränsad utöver löptidspremien på den riskfria räntan. Vid en längre löptid indikerar således PwC:s analys att den ökade kostnaden för det lånade kapitalet kompenseras i löptidspremien för den riskfria räntan, se PwC:s rapport, Bilaga, s. 16 f.

Slutsats

Mot denna bakgrund kan konstateras att Ei:s metod för att bedöma kreditriskpremien inte tar hänsyn till investeringarnas livslängd, och att metoden måste justeras utifrån en löptid för finansiering om 30 år – i likhet med metoden för den riskfria räntan.

Om en löptidspremie tillämpas ger föreliggande underlag endast ett begränsat stöd för att kreditriskpremien ska höjas till en nivå över Ei:s beslutade nivå 1,8 procent, eftersom den längre löptiden kompenseras genom löptidspremien på den riskfria räntan.

Däremot krävs en högre kreditriskpremie om en löptidspremie *inte* läggs till den riskfria räntan, och E.ON Gas vidhåller i sådant fall att nivån 2,5 procent är rimlig mot bakgrund av vad som framförts ovan samt i tidigare yttranden i förvaltningsrätten.

4.8 Inflationförväntan

Förvaltningsrätten anger i sin dom att rätten inte finner skäl att ändra Ei:s beslut vad avser parametern inflation. Ei har tillämpat en inflationsnivå om 1,9 procent utifrån Riksbankens KPIF-prognos för åren 2015-2016 samt EY:s eget antagande för inflationsmålet 2017-2018. Ei tillämpar således ett fyraårigt perspektiv, vilket förvaltningsrätten (och kammarrätten i elnätsdomarna) har konstaterat är ett alltför kortsiktigt perspektiv.

E.ON Gas ansökta kalkylränta har utgått från den så kallade BNP-metoden och en inflationförväntan om 2,0 procent. Detta utgör enligt E.ON Gas en rimlig nivå på inflationen i WACC-beräkningen i linje med kravet på långsiktighet och stabilitet. Den metod för att fastställa riskfri ränta som förvaltningsrätten har tillämpat medför en annan utgångspunkt för bedömning av inflationen. Om en prognos för inflationen ska tillämpas bör prognosen hämtas från samma prognosinstitut, dvs. KI, och inte utgå från Riksbankens tvååriga prognos. Därtill måste samma förhållningssätt och framförallt tidsperspektiv gälla som för övriga

parametrar, dvs. KI:s nioåriga prognos för inflationen som föreligger vid tidpunkten för beslutet om intäktsramarna. Vid omräkning till en real kalkylränta ska alltså samma inflationsförväntan användas som KI använt vid sin bedömning av den riskfria räntan.

KI:s nioåriga prognos för inflationen i augusti 2014 (prognosen närmast i tiden för Ei:s beslut) resulterar i ett genomsnitt om 1,92 procent under perioden 2015-2023.

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt
1,51	1,68	1,88	2,02	2,07	2,03	2,02	2,02	2,02	1,92

Genomsnittet under perioden 2015-2023 ger således samma nivå (avrundat till en decimal) på inflationsförväntan som Ei tillämpat i sina beslut – dock att *metoden* som ska gälla, och som E.ON Gas anser att kammarrätten bör fastställa, utgår från KI:s prognoser och det nioåriga perspektivet.

Slutsats

Sammantaget anser E.ON Gas att nivån på inflationsförväntan ska fastställas till 1,92 procent i WACC-beräkningen för nu aktuell tillsynsperiod och att metoden för att räkna fram inflationsnivån för gasnätföretagens kalkylränta ska utgå från KI:s nioåriga prognos för inflationen vid tidpunkten för Ei:s beslut om intäktsramarna.⁹

4.9 Sammanfattning - kalkylräntan

Parterna är i målet överens om att ett långsiktigt perspektiv ska tillämpas vid bestämmandet av WACC-metodens parametrar. Detta slår även förvaltningsrätten fast. Ei:s beslut och förvaltningsrättens dom innebär dock att parametrarna bedöms utifrån en för kort löptid på den underliggande tillgången (10-åriga statsobligationer) i strid med vedertagen ekonomisk metod och kammarrättens praxis.

E.ON Gas menar att kammarrätten nu måste befästa de grundläggande principerna för kalkylräntans beräkning som kammarrätten fastslog i elnätsdomarna. Kammarrätten har därvid att pröva om förvaltningsrättens metod för att fastställa kalkylräntan är förenlig med vedertagen ekonomisk metod, och om kalkylräntan sammantaget ger en rimlig avkastning. E.ON Gas anser att så inte är fallet ifråga om en kalkylränta som beräknas till 6,82 procent utifrån de parametrar som förvaltningsrätten har fastställt.

⁹ Det bör i sammanhanget noteras att en sänkt inflationsnivå (från E.ON Gas tidigare tillämpade nivå 2 procent) resulterar i en högre WACC.

Det är metoderna och de grundläggande principerna för uppskattning av de enskilda parametrarna som är det centrala att domstolen prövar, så att metoden för fastställande av kalkylräntan blir tillräckligt transparent och förutsebar. Förvaltningsrätten har sökt fastställa metoder för kalkylräntans bestämmande som i fortsättningen ska medföra förutsebarhet för nätföretagen och kunderna, vilket är en ansats som E.ON Gas delar.

Dock när förvaltningsrättens metod inte ända fram vad gäller den riskfria räntan och beaktar inte att vedertagen ekonomisk teori kräver att löptiden ska spegla investeringarnas livslängd. Om den underliggande tillgången för bestämmande av kalkylräntan ska utgöras av 10-åriga statsobligationer bedöms inte kalkylräntan utifrån investeringarnas tidshorisont. Som E.ON Gas har framfört ovan måste en sådan metod, vad gäller den riskfria räntan, innefatta en löptidspremie utifrån 30-åriga statsobligationer. Endast på detta sätt kan den riskfria räntan resultera i en nivå som bättre speglar tidshorisonten och som kan fastställas på ett transparent, förutsebart och repeterbart sätt, samt i enlighet med vedertagen WACC-metod och kammarrättens praxis.

När det gäller övriga parametrar måste även här hänsyn tas till det långsiktiga perspektivet. Detta har gjorts ifråga om marknadsriskpremien, som har fastställts till en normaliserad nivå. Även den särskilda riskpremien bör ändras av skäl som angetts ovan. När det gäller kreditriskpremien anser E.ON Gas att Ei:s beslutade nivå på kreditriskpremien kan godtas för det fall en löptidspremie tillämpas avseende den riskfria räntan (se punkt 4.7 ovan).

Mot bakgrund av vad som anförts ovan avseende kalkylräntan och dess ingående parametervärden bör en sammantagen WACC om 7,5 procent fastställas. Det intervall på WACC:en som redovisas i tabellen nedan är en följd av att KI:s medelvärde på löptidspremien från KI:s analys 2012 uppgick till 0,3 procent, samt att PwC:s utredning (som baseras på data från fler år än KI:s analys) visar på en löptidspremie om åtminstone 0,6 procent. Löptidspremien ska läggas till förvaltningsrättens beslutade nivå på den riskfria räntan om 3,83 procent.

Vidare måste beaktas att även övriga parametrar som ingår i WACC-beräkningen är föremål för individuella bedömningar, vilket resulterar i olika WACC-nivåer beroende på hur parametrarna bedöms och förhåller sig till varandra. Som angetts ovan menar bland annat E.ON Gas att kreditriskpremien ska uppgå till i vart fall 2,5 procent om en löptidspremie *inte* tillämpas.

Oberoende av det kan finnas visst utrymme för olika bedömningar av vissa av de ingående WACC-parametrarna ger utredningen i målet sammantaget ett klart och tydligt stöd för att den av E.ON Gas yrkande kalkylräntenivån om 7,5 procent är rimlig, och därtill ligger i den nedre delen av intervallet för vad som kan anses vara en totalt sett riktig kalkylräntenivå.

WACC-parametern	E.ON beslut	Förvaltnings- dom	E.ON:s ansökta WACC	E.ON:s WACC- tillämpning av löptidspremie
Tillgångsbeta (asset beta)	0,45	0,45	0,45	0,45
Aktiebata (equity beta)	0,76	0,76	0,76	0,76
Risfri ränta	3,33 %	3,83 %	4,00 %	4,13-4,43 %
Marknadsriskpremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Särskild riskpremie	1,50 %	1,50 %	2,00 %	2,00 %
Kreditriskpremie	1,80 %	1,80 %	2,50 %	1,80 %
Skuldandel	47 %	47 %	47 %	47 %
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %
Inflationsförväntan	1,90 %	1,90 %	2,00 %	1,92 %
WACC	6,26 %	6,82 %	7,57 %	7,48-7,81 %

Det bör framhållas att kammarrätten inte är bunden av de enskilda parametervärden som parterna angett utan av de yrkanden som framställts i målet.

Om kammarrätten fastställer en högre WACC för något annat gasnätbolag har dock E.ON Gas yrkat att samma WACC ska tillämpas även för E.ON Gas intäktsram.

Slutligen åberopar E.ON Gas även vad Swedegas AB anfört ifråga om kalkylräntan i sin komplettering till kammarrätten i de parallella målen nr 427-16 och 428-16.

5. SKÄL FÖR PRÖVNINGSTILLSTÅND

Kammarrätten har i elnätsdomarna prövat och tolkat innebörden av en rimlig avkastning samt principiella utgångspunkter för bestämmande av parametrar i beräkningen av kalkylräntan. Utifrån lagstiftning, förarbeten och kammarrättens domar föreligger nu tydlig vägledning för det synsätt som ska anläggas vid fastställande av kalkylräntan. Förvaltningsrätten – som bekräftar principerna anlagda i kammarrättens domar – fastställer dock en kalkylränta för gasnätbolagen som är alltför låg och som bland annat utgår från en metod som inte är förenlig med de principer och den praxis som ligger till grund för bedömning av den regulatoriska kalkylräntan.

Mot bakgrund av vad som anförts ovan finns det anledning att betvivla riktigheten av det slut som förvaltningsrätten har kommit till. Därtill är det av synnerlig vikt för rättstillämpningen att kammarrätten tar upp överklagandet till prövning då förvaltningsrättens dom har bäring för kommande tillsynsperioder och för de grundläggande principerna för att bestämma nätföretagens intäktsramar. Förvaltningsrätten har beslutat om en ny metod för fastställande av riskfri ränta som inte har prövats av högre instans. Det är av vikt att denna metods förenlighet med lagstiftningen och förhandsregleringens syfte prövas.

6. LÖPANDE PÅVERKBARA KOSTNADER

E.ON Gas noterar att Ei har överklagat förvaltningsrättens dom också i den del som avser bolagets löpande påverkbara kostnader, vilket i detta skede föranleder följande kortfattade kommentar från E.ON Gas.

E.ON Gas anser att det saknas skäl att betvivla riktigheten av förvaltningsrättens dom i delen som avser påverkbara kostnader, eller att det skulle föreligga annan grund för prövningstillstånd såvitt avser denna del.

Ei ansluter sig till den skiljaktiga meningen i förvaltningsrättens dom. I korthet, och utan att på ett fullständigt sätt bemöta Ei:s grunder för att överklaga förvaltningsrättens dom härvidlag, finner E.ON Gas anledning framhålla att den skiljaktiga meningen innehåller sådana felaktiga påståenden att den skiljaktiga meningen i sig varken kan eller bör utgöra grund för prövningstillstånd.

De skiljaktiga ledamöterna anför bland annat att samtliga kostnader som tidigare belastade transmissions- och lagerverksamheterna skulle kvarstå i bolaget efter avyttringen. Detta stämmer inte och måste grundas på ett missförstånd. E.ON Gas har – enligt de utförliga beräkningar som presenterats i förvaltningsrätten – vid beräkningen av yrkat belopp avseende påverkbara kostnader avräknat sådana kostnader som inte längre belastade bolaget efter avyttringen.

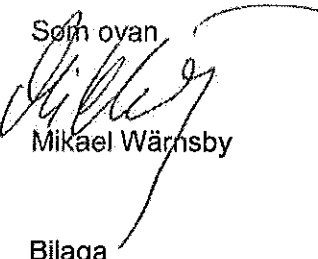
Vidare är det felaktigt så som anges i den skiljaktiga meningen att den begärda höjningen inte anses ha en sådan stor påverkan på E.ON Gas intäktsram "att den bör föranleda avsteg eller ytterligare tillägg i förhållande till den generella beräkningsmetod som Ei använt i denna del". De skiljaktiga ledamöterna bortser således från att avsteg från den generella metoden gjorts för andra gasnätsföretag, utan att det i dessa fall varit en fråga om avstegets påverkan på intäktsramen. Tvärtom är det så att den begärda höjningen har en väsentlig påverkan på intäktsramen – det handlar här om drygt 32 miljoner kr – som är av stor betydelse för om E.ON Gas ska kunna erhålla skälig täckning för sina kostnader under tillsynsperioden 2015-2018.

Det påstås även att den jämförelse E.ON Gas har gjort med andra naturgasföretag avseende kostnad per MWh överförd energi måste beakta volymen överförd energi hos de olika företagen. De skiljaktiga ledamöterna

synes ha förbisett att E.ON Gas jämförelse *inkluderar* naturgasföretagens volymer. Det går inte att göra en relevant kostnadsjämförelse utan att beakta leveransvolymer och ställa dessa i relation till de påverkbara kostnaderna, dvs. på ett sådant sätt som E.ON Gas har gjort (bilaga 6 till yttrande till förvaltningsrätten den 15 juni 2015, "E.ON 3").

Sammantaget synes de skiljaktiga ledamöterna basera sitt ställningstagande på felaktiga tolkningar av omständigheterna i målet. Det finns således inte skäl att komma till annat domslut än vad förvaltningsrätten har gjort och det föreligger ingen grund för beviljande av prövningstillstånd avseende den del av domen som rör de påverkbara kostnaderna.

Som ovan


Mikael Wärnsby


Madeleine Edqvist

Bilaga

KAMMARRÄTTEN
I JÖNKÖPING

Ink 2016 -05- 20
Målnr 429-16
Aktbil 12

PwC Deals

***Löptidens påverkan
på beräknad
kalkylränta för
gasnätsverksamhet***

19 maj 2016



Innehåll

1. Introduktion.....	2
1.1. Bakgrund.....	2
1.2. Uppdrag.....	2
1.3. Begränsningar.....	3
2. Fundamentala principer vid beräkning av WACC.....	4
2.1. Generell WACC teori.....	4
2.2. Långsiktigt stabilt perspektiv på WACC.....	4
3. Löptidspremie.....	6
3.1. Riskfri ränta vid WACC beräkning.....	6
3.2. Konjunkturinstitutets bedömning av löptidspremien.....	6
3.3. Löptidspremie på den svenska marknaden.....	7
3.3.1. Löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer på den svenska marknaden.....	9
3.3.2. Likviditet i den svenska 30-åriga statsobligationen.....	10
3.4. Internationell löptidspremie.....	10
3.5. Slutsats löptidspremien.....	12
4. Marknadsriskpremien och den riskfria räntan.....	13
4.1. Samband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremien?.....	13
4.2. Den riskfria räntan bör bedömas i konsekvens med marknadsriskpremien.....	13
5. Kreditriskpremien och löptid.....	15
5.1. Kreditriskpremie och löptid.....	15
5.2. Löptidspremie på kreditriskpremien.....	16
6. Kontaktinformation.....	18
7. Källförteckning.....	19

1. Introduktion

1.1. Bakgrund

Distribution, transmission och lagring av naturgas är reglerade verksamheter i Sverige. Energimarknadsinspektionen ("Ei") har till uppgift att kontrollera att naturgasföretag uppfyller sina skyldigheter enligt naturgaslagen (2005:403). Sedan den 1 januari 2015 tillämpas en förhandsreglering av naturgasföretagens intäkter. I naturgaslagen 6 kap. 10 § anges att intäktsramen ska beräknas så att den täcker skäliga kostnader för att bedriva den verksamhet som ramen avser och ger en rimlig avkastning på det kapital som behövs för att bedriva verksamheten, den s.k. kapitalbasen.

För att beräkna rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten har Ei beräknat en rimlig kalkylränta. Metoden som valts för att beräkna kalkylräntan är Weighted Average Cost of Capital metoden ("WACC"). I icke regulatoriska sammanhang beräknas WACC vanligen utifrån den lägsta avkastning investerare kräver för att investera i en tillgång. WACC:en utgör i dessa sammanhang den lägsta avkastningen som investerare kan acceptera, men faktisk avkastning kan komma att bli såväl högre som lägre än den beräknade WACC:en. I regulatoriska sammanhang utgör dock WACC en begränsning i form av att den avgör den högsta tillåtna avkastningen på den regulatoriska kapitalbasen. En investerare i en reglerad verksamhet kan därmed endast erhålla en lägre avkastning än den regulatoriska WACC:en, medan en avkastning på kapitalbasen högre än WACC:en inte är möjlig. Denna begränsning kommer att påverka investerare som står inför valet att investera i en reglerad verksamhet eller en icke reglerad verksamhet.

I oktober 2014 beslutade Ei om intäktsramar för perioden 2015-2018. Besluten grundar sig på en WACC om 6,26 procent. Swedegas med flera andra naturgasföretag har överklagat Ei:s beslut och den 1 februari 2016 meddelade förvaltningsrätten i Linköping sin dom rörande fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 enligt naturgaslagen (2005:403) ("Domen"). I Domen fastställs att den reala kalkylräntan före skatt ska uppgå till 6,82 procent.

I Domen anges att vid fastställande av intäktsram måste en skälig avkastning i verksamheten bestämmas och att denna rimliga avkastning måste beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder.

Förvaltningsrätten finner även att ett långsiktigt perspektiv ska användas vid fastställande av parametrarna i kalkylränteberäkningen.

I Domen anges även att:

"Parterna i målet är överens om att den riskfria räntan enligt WACC-teorin ska spegla investeringarnas tidshorisont och att löptiden på den riskfria räntan därför bör sammanfalla med investeringarnas livslängd. Detta fastställde även kammarrätten i elnätsmålen. Både elnätet och naturgasnätet har lång livslängd med avskrivningstider på minst 40 år."

Merparten av investeringarna i naturgasföretagen har en livslängd som uppgår till 50-90 år. Trots detta har förvaltningsrätten ansett att tioåriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan. Med andra ord bortser förvaltningsrätten från att löptiden på den riskfria räntan ska sammanfalla med investeringarnas livslängd, något som får konsekvenser för nivån på den fastställda riskfria räntan.

1.2. Uppdrag

PwC:s uppdrag består i att analysera om det finns en löptidspremie på den svenska marknaden mellan statsobligationer med kortare och längre löptid. I förevarande fall ingår det även i PwC:s uppdrag att bedöma storleken på löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer i en marknad i jämvikt.

I uppdraget ingår även att analysera effekter på marknadsriskpremien och kreditriskpremien utifrån att en löptidspremie och ett 30-årigt tidsperspektiv tillämpas vid beräkning av kalkylräntan.

¹ Dom Mål nr 8016-14, *Fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 enligt naturgaslagen (2005:403)*, Förvaltningsrätten i Linköping, 55

1.3. Begränsningar

Detta sakkunnigutlåtande har gjorts på uppdrag av Swedgas AB. Utlåtandet har upprättats för det syfte som redovisats ovan och PwC accepterar inget ansvar för användning till andra ändamål än detta. PwC ansvarar enbart gentemot vår Uppdragsgivare och tar inget ansvar för hur detta utlåtande kan komma att användas av andra parter och i andra sammanhang.

Beräknade löptidspremier och parametervärden i rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material samt tillvägagångssätt beskrivna i denna rapport. Därav har beräkningarna inslag av vår professionella bedömning.

2. Fundamentala principer vid beräkning av WACC

2.1. Generell WACC teori

Ei har valt att använda WACC-metoden för att beräkna en rimlig kalkylränta för naturgasverksamhet och elnätsverksamhet i samband med reglering. Metoden har accepterats av såväl naturgasföretag som elnätsföretag.

Den generella formeln för nominell WACC efter skatt presenteras nedan. För en uppskattning av WACC fordras en bedömning av kostnad för lånat kapital, kostnad för eget kapital samt marknadsbaserad skuldsättningsgrad (finansieringsmix).²

$$WACC_{nom\ e\ skatt} = K_{d\ nom\ e\ skatt} * (d\%) + K_{e\ nom\ e\ skatt} * (e\%)$$

$WACC_{nom\ e\ skatt}$ Nominell vägd kalkylränta efter skatt

$K_{d\ nom\ e\ skatt}$ Nominell kostnad för lånat kapital efter skatt

$d\%$ Andel lånefinansierat kapital baserat på marknadsvärden, $(S / (S + E))^*$

$K_{e\ nom\ e\ skatt}$ Nominell kostnad för eget kapital (Avkastningskrav på eget kapital) efter skatt

$e\%$ Andel eget kapital baserat på marknadsvärden, $(E / (S + E))^{**}$

* $Finansiell\ nettoskuld / (Finansiell\ nettoskuld + Marknadsvärde\ eget\ kapital)$

** $Marknadsvärde\ eget\ kapital / (Finansiell\ nettoskuld + Marknadsvärde\ eget\ kapital)$

Fundamentalt i samband med beräkning av WACC är att den vägda kapitalkostnaden ska vara framåtblickande och spegla förväntat genomsnittligt avkastningskrav under investeringens livslängd. Därav ska parametervärden bestämmas över en tidshorisont som sammanfaller med investeringens livslängd, löptiden för t ex riskfri ränta och kreditriskpremie ska därmed ha samma löptid som investeringens livslängd. Av detta följer även att parametervärden inte ska utgöras av historiska värden.³ Därav ska man i största möjliga utsträckning basera sina parameterantaganden på förväntade framtida utfall.

2.2. Långsiktigt stabilt perspektiv på WACC

Vanligen beräknas, vid icke-regulatoriska förhållanden, WACC vid en specifik tidpunkt och det är vid denna tidpunkt gällande marknadsförutsättningar som speglas i WACC-beräkningen.

Ei har haft som utgångspunkt vid sin bedömning av WACC för naturgasverksamhet att WACC ska beräknas för reglerperioden 2015-2018 och spegla sannolika marknadsförutsättningar under denna period.

Förvaltningsrätten har dock med stöd av kammarrättens tidigare dom i elnätsmålen fastslagit att ett långsiktigt perspektiv ska användas vid fastställande av parametrarna i kalkylräntebereäkningen. Detta innebär i förvaltningsrättens mening inte att samma kalkylränta ska gälla under flera tillsynsperioder utan att ett långsiktigt perspektiv anläggs vid fastställande av parametrar i syfte att kalkylräntan inte ska variera lika kraftigt som när ett mer kortsiktigt perspektiv används.

² McKinsey & Company Inc, Koller, T, Goedhart, M & Wessels, D, *Valuation – Measuring and managing the value of companies* Hoboken : John Wiley & sons, Inc, 2005, 298.

³ Ibid, 297.

Detta innebär att det är mer normaliserade parametervärden som ska utgöra grunden för WACC-beräkningen utan påverkan av mer kortsiktiga marknadsfluktuationer.

3. Löptidspremie

3.1. Riskfri ränta vid WACC beräkning

I enlighet med vad som anges i Domen bör löptiden på den riskfria räntan sammanfalla med investeringarnas livslängd. Det är vanligt att den riskfria räntan approximeras med hjälp av en 10-årig statsobligation vid investeringar med lång löptid. Investeringar i gasverksamhet har dock en betydligt längre investeringshorisont än tio år, merparten har upp mot 50-90 års livslängd. Det optimala vore att skatta den riskfria räntan med hjälp av en statsobligation med exakt motsvarande löptid som investeringarnas genomsnittliga livslängd.

Även om det finns obligationer med en längre löptid än 10 år så finns inga ränteprognoser att tillgå för statsobligationer med längre löptid än 10 år. Ei har i sin beräkning av WACC valt att basera den riskfria räntan på en prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan för de fyra åren i tillsynsperioden. Förvaltningsrätten anser att denna metod inte lever upp till det långsiktiga perspektiv som ska tillämpas och i för stor utsträckning får inslag av kortsiktiga konjunkturförändringar. Förvaltningsrätten har som följd valt att basera sin bedömning av den riskfria räntan på Konjunkturinstitutets ("Ki") långtidsprognos för den 10-åriga statsobligationsräntan. Baserat på den 10-årsprognos som publicerades i augusti 2014 fastställs den riskfria räntan till 3,83 procent baserat på perioden 2015-2023.

Förvaltningsrätten har på detta sätt försökt att finna en mer normaliserad nivå på den riskfria räntan än den av Ri föreslagna. Förvaltningsrätten har dock inte med denna metod lyckats justera för att löptiden för den riskfria räntan ska sammanfalla med investeringens livslängd.

PwC anser i enlighet med förarbetena att vedertagen ekonomisk teori bör tillämpas vid beräkning av WACC.⁴ Ekonomisk vedertagen teori säger att löptiden för den riskfria räntan ska spegla investeringens tidshorisont, något som samtliga parter är eniga kring och som även lyfts fram i förvaltningsrättens dom.

Ett sätt att kompensera för att en ränta med kortare löptid än investeringens livslängd används som underlag för att bestämma den riskfria räntan är att tillämpa en löptidspremie. För att bestämma löptidspremien analyseras skillnaden mellan korta och långa räntor. Det är dock viktigt även här att en normaliserad nivå på löptidspremien används. I nedan avsnitt analyserar vi en normaliserad nivå på löptidspremien.

3.2. Konjunkturinstitutets bedömning av löptidspremien

I maj 2012 publicerade Ki en utredning kring den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv.⁵ Ki:s utredning var en utveckling av en tidigare utredning utförd av Ki.⁶ I Ki:s utredning från maj 2012 har en rimlig nivå på en långsiktig lång realränta analyserats. I denna utredning har syftet varit att fastställa en långsiktig stabil riskfri räntenivå vilket är i enlighet med förvaltningsrättens syn.

Vanligen har statsobligationer med lång löptid högre ränta än statsobligationer med kort löptid. Detta för att en premie krävs för att erbjuda en fast ränta under en lång löptid så kallad löptidspremie. I Ki:s utredning konstateras att räntan på en 30-årig statsobligation normalt ligger något högre än räntan på en 10-årig statsobligation.

Sambandet mellan löptid och nivå på den riskfria räntan ges av den sk terminsräntekurvan. För att ta positioner med längre löptider kräver en placerare en högre kompensation i form av en premie utöver den förväntade kortfristiga räntan. Terminsräntekurvan beräknas med utgångspunkt i räntor på statspapper med olika löptid. Löptidspremien ökar normalt med löptiden, men i avtagande takt. Terminsräntekurvan speglar dock utöver löptidspremien även förväntad utveckling i den korta riskfria räntan.

Ki har till grund för sin analys av löptidspremien analyserat historiska statsobligationsräntor med löptid på 10 respektive 30 år i Sverige, USA, Storbritannien och Tyskland. I Sverige gavs en 30-årig statsobligation ut 2009 varför det år 2012 fanns tre års historik rörande riskfri ränta med 30-års löptid. Ki konstaterar dock att den

⁴ Regeringspropositionen 2008/2009:141, *Förhandsprövning av nättariffer*, 79.

⁵ SOU 2012:71, Bilaga 3, *Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv*, Konjunkturinstitutet, 365-378.

⁶ SOU 2012:71, Bilaga 3, *Den långsiktiga realräntan (Dnr 13-38-11)*, 379-382.

genomsnittliga löptidspremien mellan den 10-åriga och 30-åriga statsobligationsräntan i Sverige under perioden april 2009-maj 2012 uppgick till 0,5 procent. Analysen av övriga länder ger vid handen att löptidspremien varierar mellan 0,7-1,0 procent under samma period. Endast i USA finns historik rörande 30-åriga statsobligationer under en period så långt tillbaka som 1980 och baserat på denna analys konstaterar Ki att i USA har den 30-åriga räntan i genomsnitt varit 0,3 procentenheter högre än 10-årsräntan under perioden 1980-2011. I nedan tabell visas resultaten av Ki:s analys av löptidspremien i olika länder och baserat på olika tidsperioder.

Tabell 1 Genomsnittliga räntenivåer enligt Ki:s utlåtande maj 2012

Genomsnittlig ränta statsobligationer Ki analys

10-årig	1980-2011	1990-2011	1996-2011	april 2009- april 2012
Sverige				2,8%
US	7,0%	5,3%	4,6%	3,0%
Tyskland			4,2%	2,7%
Storbritannien			4,5%	3,2%

30-årig	1980-2011	1990-2011	1996-2011	april 2009- april 2012
Sverige				3,3%
US	7,3%	5,8%	5,2%	4,0%
Tyskland			4,6%	3,4%
Storbritannien			4,4%	4,0%

Löptidspremie 10 vs 30-årig	1980-2011	1990-2011	1996-2011	april 2009- april 2012
Sverige	n.a.	n.a.	n.a.	0,5%
US	0,3%	0,5%	0,6%	1,0%
Tyskland	n.a.	n.a.	0,4%	0,7%
Storbritannien	n.a.	n.a.	-0,1%	0,8%

Källa: SOU 2012:71, Bilaga 3, Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv

Vid tidpunkten för Ki:s analys, 2012, uppgick den genomsnittliga löptidspremien mellan en 10-årig och 30-årig statsobligation på den svenska marknaden till 0,5 procent baserat på perioden 2009-2012. Konjunkturinstitutets ansåg vid denna tidpunkt även att den 10-åriga räntan under de senaste åren påverkats mer än den 30-åriga räntan av förväntningar om låga korta räntor de närmaste åren och anser att detta talar för att den långsiktiga skillnaden mellan 10- och 30-åriga räntor är mindre än 0,5 procent.

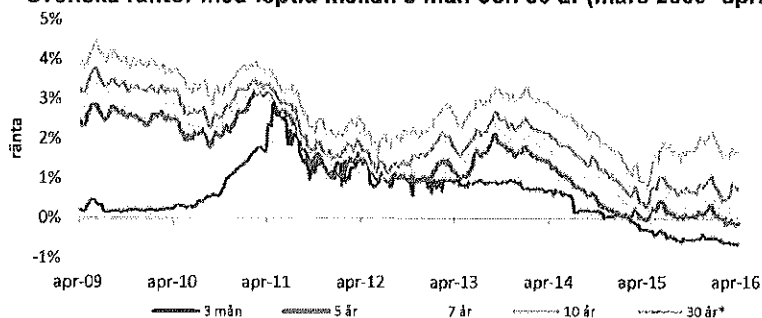
Baserat på denna analys är Ki:s slutsatser att räntan på en 30-årig statsobligation normalt ligger något högre än räntan på en 10-årig statsobligation. Skillnaden anses dock vara liten och deras bedömning är att ett rimligt intervall för skillnaden mellan räntorna på en 30- och en 10-årig statsobligation är 0,2-0,4 procent.

3.3. Löptidspremie på den svenska marknaden

Ki konstaterade 2012 att en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer finns. Vid tidpunkten för Ki:s analys 2012 fanns tre års historik kring den 30-åriga svenska statsobligationsräntan. Idag finns betydligt längre historik avseende den svenska marknaden med sju års historik.

I Sverige finns inga statsobligationer med en längre löptid än 30 år. Statsobligationen med 30 års löptid som gavs ut 2009 har idag 23 års återstående löptid. I diagrammet nedan visas ränteutvecklingen för svenska riskfria räntor med varierande löptider mellan 3 månader till 30 år under perioden 2009-2016.

Svenska räntor med löptid mellan 3 mån och 30 år (mars 2009- april 2016)



*30-årig ränta baseras på statsobligation med förfallodag 29 mars 2039

Källa: Bloomberg, Capital IQ, Riksbanken

Figur 1 Riskfri ränta med varierande löptider på den svenska marknaden under mars 2009-april 2016

Av diagrammet kan utläsas att det på den svenska marknaden finns en löptidspremie för längre löptider då statsobligationer med längre löptid vanligen har en högre ränta än statsobligationer med kortare löptid. För obligationer med en löptid på 5 år eller mer kan utläsas att löptidspremien är relativt konstant, medan löptidspremien kopplat till 3-månadersräntan varierar i stor utsträckning och främst kan kopplas till förväntan om utveckling i den korta räntenivån.

I nedan tabell visas genomsnittlig löptidspremie mot den 30-åriga statsobligationen över perioden 2009-2016, d v s sedan den 30-åriga statsobligationen gavs ut.

Tabell 2 Löptidspremien mot en 30-årig riskfri ränta på den svenska marknaden

Svensk riskfri ränta (2009-2016)

	Löptidspremie mot 30-årig statsobligation*			
	3 mån	5 år	7 år	10 år
Medel	2,1%	1,2%	0,9%	0,7%
Median	2,0%	1,3%	0,9%	0,7%
Korrelation	0,35	0,94	0,96	0,98

* Räntan beräknas som spread mot den 30-åriga statsobligationen med förfallodag den 30 mars, 2039.

Källa: Bloomberg, Capital IQ, Riksbanken

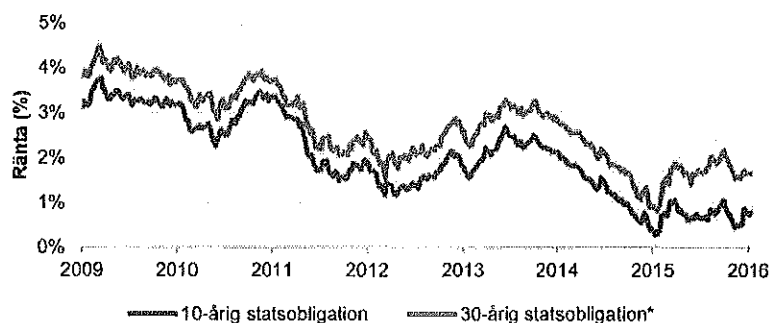
I tabellen kan ses att löptidspremien är störst mellan 3-månadersräntan och den 30-åriga statsobligationen och att den minskar i takt med löptiden på statsobligationerna. Detta visar på att en löptidspremie finns på den svenska marknaden. Man kan även se att korrelationen är hög mellan statsobligationerna med 5 års- till 30 års löptid, medan den är betydligt lägre mellan den 30-åriga statsobligationen och 3-månadersräntan. Detta tyder på att det är samma faktorer som påverkar ränteutvecklingen för statsobligationer med 5 års till 30 års löptid, medan 3-månadersräntan speglar kortsiktiga förväntningar om ränteutveckling som inte alltid överensstämmer med de långsiktiga förväntningarna. Att statsobligationer med 5 års- till 30 års löptid har så stark korrelation ger även stöd för att den 30-åriga statsobligationen är likvid och handlas i tillräcklig utsträckning då liknande ränteutveckling kan ses avseende denna statsobligation som övriga.

Hade en statsobligation med en löptid på 50 år funnits hade denna varit än mer relevant att jämföra mot då den mer motsvarat investeringar i gasnäts livslängd. I brist på statsobligationer med längre löptider har vi därför fortsättningsvis valt att analysera löptidspremien mellan en 10-årig och 30-årig riskfri ränta.

3.3.1. Löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer på den svenska marknaden

I nedan graf visas ränteutvecklingen för statsobligationen med 30 års löptid samt räntan på en 10-årig statsobligation.

Statsobligationer Sverige (mar 2009- apr 2016)



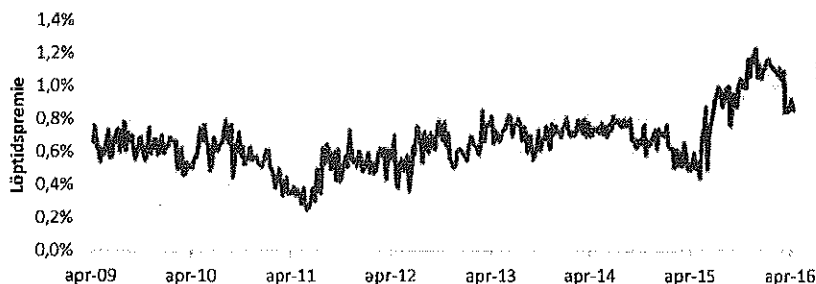
* 30-årig statsobligation baseras på svensk statsobligation med förfalldag 30 mars 2039

Källa: Bloomberg, Capital IQ, PwC analys

Figur 2 Grafen åskådliggör hur svensk 30-årig nominell statsobligation respektive 10-årig nominell statsobligation har utvecklats sedan mars 2009.

Den 30-åriga statsobligationen har en högre ränta än den 10-åriga och i genomsnitt har den 30-åriga statsobligationen under perioden 2009-03-30 till 2016-04-11, haft 0,67 procent högre ränta än en 10-årig statsobligation. Denna så kallade spread eller löptidspremie varierar något men har legat mellan 0,3 procent och 1,2 procent under den observerade perioden.

Löptidspremie mellan 10-årig och 30-årig svensk statsobligation (mar 2009-apr 2016)



Genomsnittlig löptidspremie mellan 10-årig och 30-årig svensk statsobligation:

Perioden mars 2009 - april 2016: 0,67%

Perioden mars 2009 - okt 2014: 0,62%

Källa: Bloomberg, Capital IQ, Riksbanken, PwC analys

Figur 3 Grafen visar löptidspremien mellan en 10-årig och 30-årig statsobligation beräknad som spread mellan en statsobligation med 10-årig löptid mot statsobligationen med förfalldag 30 mars 2039

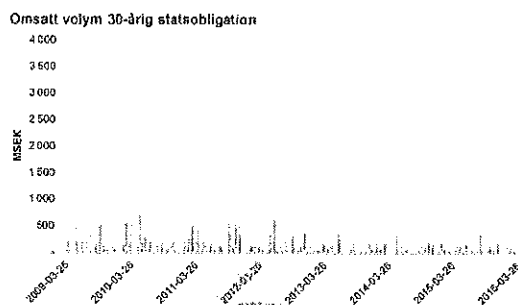
Ei:s beslut kring intäktsramar för gasnätsverksamhet togs den 23 oktober 2014 och de har inte kunnat ta ställning till noteringar efter detta datum. I det fall man beräknar löptidspremien mellan en svensk 10-årig statsobligation och en 30-årig statsobligation under perioden 2009-03-30 till 2014-10-23, blir utfallet istället 0,62 procent. Genom att tillämpa en löptidspremie motsvarande skillnaden mellan 10-årig och 30-årig ränta kan en prognos över den 30-åriga riskfria räntan beräknas.

3.3.2. Likviditet i den svenska 30-åriga statsobligationen

Ei och förvaltningsrätten har framfört kritik mot att använda den 30-åriga statsobligationen. Grunden för denna kritik har varit för svag likviditet i den svenska 30-åriga statsobligationen. Ei anser att det för tillförlitligheten är viktigt att statsobligationerna som används är i den valuta som ändamålet avser samt att de är likvida. De skriver även att den längsta löptiden på statsobligationer som är likvida är 10 år.

Tabell 3 Tabell nedan visar genomsnittlig daglig omsättning i svenska statsobligationer med varierande löptid. Figuren visar på variationer i daglig omsättning i statsobligationen med förfalldatum 30 mars 2039 under perioden mars 2009-april 2016.

Slutdatum	Löptid (år)	Genomsnittlig volym (hela perioden)
2022-08-01	10	1 601 478 934
2023-11-13	10	1 643 803 594
2025-05-12	10	1 828 521 336
2026-11-12	10	1 233 968 234
2032-06-01	20	55 284 561
2039-03-30	30	237 489 350
Genomsnitt total		1 100 091 001



Källa: Nasdaq

I ovan tabell visas den genomsnittliga omsättningen per dag i statsobligationer med olika löptid. Förvisso kan ses att den genomsnittliga volymen i de 10-åriga statsobligationerna är högre än i den med en 30-årig löptid, men den 30-åriga statsobligationen har i genomsnitt haft en daglig omsättning på 237 MSEK under perioden mars 2009 till april 2016, d v s sedan obligationen gavs ut fram till idag. PwC anser att den dagliga handeln i den 30-åriga statsobligationen är så pass betydande att likviditeten kan ses som fullgod.

Volymen i handeln med den 30-åriga statsobligationen har varierat sedan den gavs ut precis som för statsobligationer med andra löptider. Vi kan se att det finns avslut i princip alla dagar och det finns såväl villiga köpare som säljare på marknaden till statsobligationen med 30-årig löptid. Vi finner därför att likviditeten i den 30-åriga statsobligationen är fullt tillräcklig för att kunna utgöra underlag för bedömning av den riskfria räntan.

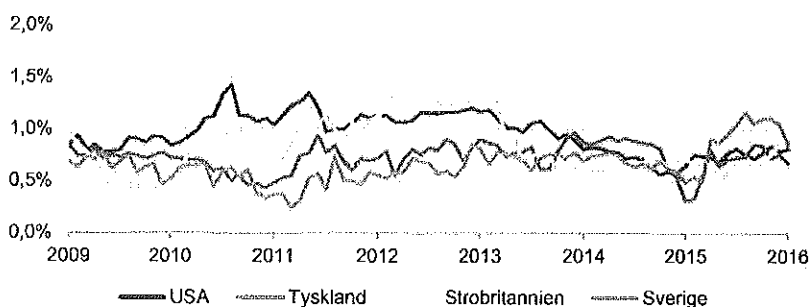
Vi kan även se att korrelationen i ränteutveckling mellan 30-åriga statsobligationer och statsobligationer med kortare löptid är hög, se avsnitt 3.3. Detta indikerar att omsättningen i den 30-åriga statsobligationen är fullgod och speglar de faktorer som påverkar ränteutvecklingen.

3.4. Internationell löptidspremie

Även om PwC anser att omsättningen i den 30-åriga svenska statsobligationen är fullgod och utgör gott underlag för att bedöma löptidspremien på den svenska marknaden kan det vara intressant, att på samma sätt som Ki gjort, jämföra den svenska löptidspremien med löptidspremien i andra länder.

PwC har i likhet med Ki valt att analysera den tyska, brittiska och amerikanska marknaden. I grafen nedan visas löptidspremien mellan en 10-årig respektive 30-årig statsobligationsränta i Sverige, Tyskland, Storbritannien respektive USA under perioden april 2009 till april 2016.

Löptidspremie 30 mot 10 årig statsobligation (apr 2009-apr 2016)



Källa: Capital IQ, Bloomberg

Figur 4 Grafen visar löptidspremien mellan en 10-årig och 30-årig statsobligation i USA, Tyskland, Storbritannien och Sverige under perioden april 2009- april 2016

Löptidspremien har under denna period varit relativt konstant och i tabellen nedan visas genomsnittlig löptidspremie i respektive land. Nivån på löptidspremien mellan en 10-årig och 30-årig statsobligation har även den under perioden legat relativt lika i samtliga länder. Sverige har under denna period haft den lägsta genomsnittliga löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer.

Tabell 4 Nedan tabell visar genomsnittliga årliga löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer under perioden 2009 till april 2016 i Tyskland, USA, Storbritannien och Sverige

Genomsnittlig löptidspremie 30 vs 10-årig statsobligation (jan 2009 till apr 2016)

Löptidspremie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2009-2016
Tyskland	0,77%	0,67%	0,64%	0,77%	0,78%	0,90%	0,63%	0,73%	0,74%
USA	0,81%	1,04%	1,13%	1,12%	1,09%	0,82%	0,70%	0,81%	0,95%
Storbritannien	0,60%	0,72%	0,91%	1,24%	1,00%	0,63%	0,66%	0,80%	0,82%
Sverige*	0,65%	0,60%	0,46%	0,59%	0,71%	0,73%	0,82%	1,03%	0,67%
Medel	0,71%	0,76%	0,79%	0,93%	0,89%	0,77%	0,70%	0,84%	0,79%
Median	0,71%	0,70%	0,78%	0,94%	0,89%	0,78%	0,68%	0,80%	0,78%

* För Sverige beräknas genomsnittlig löptidspremie 2009 för perioden mar-dec

Källa: Capital IQ, Bloomberg, PwC analys

Den genomsnittliga löptidspremien har i Tyskland uppgått till 0,74 procent under perioden 2009 till april 2016. I USA är motsvarande premie 0,95 procent och i Storbritannien 0,82 procent. Sett över samtliga länder inklusive Sverige är den genomsnittliga löptidspremien ca 0,8 procent.

Sammantaget finner vi att analys av internationella löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer under den analyserade perioden ger stöd åt att en löptidspremie existerar och att det är rimligt att anta att löptidspremien mellan en 10-årig statsobligation och 30-årig statsobligation på den svenska marknaden bör uppgå till åtminstone 0,6 procent.

Det kan även vara intressant att på samma sätt som Ki analysera löptidspremien över en längre tidsperiod. I Tyskland och Storbritannien har 30-åriga statsobligationer funnits sedan 2000 och i USA en än längre tid tillbaka. I tabellen nedan visas genomsnittliga räntenivåer för 10-åriga respektive 30-åriga statsobligationer för Tyskland, USA, Storbritannien och Sverige sedan 1980 eller under de tidsperioder som det finns tillgänglig data för respektive land.

Tabell 5 I nedan tabell visas genomsnittlig långsiktig riskfri ränta på 10 respektive 30 års löptid samt långsiktig löptidspremie i Tyskland, USA, Storbritannien och Sverige, perioden anges inom parentes.

Långsiktig löptidspremie per land (t.o.m. april 2016)

	Genomsnitt*		
	Ränta 10-år	Ränta 30-år	Premium
Tyskland (2000-2016)	3,20%	3,78%	0,58%
USA (1980-2016)**	6,66%	7,01%	0,35%
Storbritannien (2000-2016)	3,82%	4,05%	0,22%
Sverige (2009-2016)	2,03%	2,70%	0,67%
Medel	3,93%	4,39%	0,46%

* Avser period för respektive land (inom parentes) med tillgänglig data för historisk ränta till och med april 2016 för 30-årig statsobligation.

** För USA saknas data för den 30 åriga räntan över perioden mars 2002- februari 2006.

Källa: Capital IQ, Bloomberg, PwC analys

Tabellen ovan visar att det finns stöd för en löptidspremie mellan en 10-årig och 30-årig statsobligation även då en längre historisk period analyseras. Analysen visar dock på att den genomsnittliga löptidspremien sett över en längre historisk period är lägre än vad genomsnittet för de senaste åtta åren uppvisar. Det är främst i USA och Storbritannien som den genomsnittliga premien är lägre och detta kan främst förklaras av att ett annat ränteläge förelåg i början av de analyserade perioderna, med en förväntan om sjunkande kort riskfri ränta som under kortare perioder medförde låg och till och med negativ löptidspremie.

3.5. Slutsats löptidspremien

Baserat på analys av historiska löptidspremier i såväl Sverige som internationellt kan konstateras att en löptidspremie mellan 10 åriga statsobligationer och 30-åriga statsobligationer finns. Storleken på löptidspremien varierar något mellan de länder som observerats och det kan konstateras att löptidspremien i Sverige varit i linje med övriga länder.

Konjunkturinstitutet gjorde 2012 en utredning kring löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer. Trots en identifierad löptidspremie på i genomsnitt 0,5 procent på den svenska marknaden bedömde Konjunkturinstitutet försiktigt att ett rimligt intervall på löptidspremien uppgick till 0,2-0,4 procent.

Konjunkturinstitutets bedömning baserades på begränsad historik samt en annan förväntan om framtida ränteutveckling än vad som tycks föreligga idag. Sedan konjunkturinstitutets analys 2012 har räntorna fortsatt varit låga, dock utan någon större förändring i storleken på löptidspremien på den svenska marknaden som fram till april 2016 i genomsnitt legat på 0,67 procent. Under det senaste året har löptidspremien ökat relativt kraftigt, vilket skulle kunna ses som en förväntan på att den kortsiktiga räntan ska öka. PwC ställer sig därför frågande till om Ki vid en uppdaterad analys av löptidspremien skulle komma till samma försiktiga slutsats kring löptidspremien som de gjorde 2012.

PwC anser att en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer föreligger och att den rimligen uppgår till åtminstone 0,6 procent.

4. Marknadsriskpremien och den riskfria räntan

4.1. Samband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremien?

Ei har i sitt överklagande av Domen framfört att de anser att om förvaltningsrättens metod för att bestämma den riskfria räntan skall tillämpas bör marknadsriskpremien justeras ned i motsvarande grad som den riskfria räntan ökar utifrån Ei:s bedömning. Det förefaller som om Ei missuppfattat sambandet mellan den riskfria räntan och marknadsriskpremien.

Precis som Ei skriver beräknas marknadsriskpremien som skillnaden mellan den totala marknadsavkastningen och den riskfria räntan. Det är dock inte så, att bara för att den riskfria räntan går ner så måste marknadsriskpremien gå upp, d v s att den totala marknadsavkastningen är konstant. Under perioder har både den riskfria räntan och marknadsriskpremien varit sjunkande eller stigande och under andra perioder har de två parametrarna gått åt motsatt håll. Det går därav inte på det sätt som Ei påstår att dra slutsatsen att om den riskfria räntan justeras ska marknadsriskpremien justeras i motsvarande grad.

Det stämmer däremot att marknadsriskpremien ska bestämmas i konsekvens med den riskfria räntan, se nedan.

4.2. Den riskfria räntan bör bedömas i konsekvens med marknadsriskpremien

Förvaltningsrätten har fastställt marknadsriskpremien till 5,0 procent baserat på EY:s rapport där det anges att premien på den svenska marknaden i ett normalt marknadsclage uppskattas till 5,0 procent.

Då förvaltningsrätten anser att ett långsiktigt perspektiv ska tillämpas vid bedömning av WACC är det en normaliserad marknadsriskpremie som bör tillämpas i WACC-beräkningen.

Precis som övriga parametrar ingående i WACC:en bör även marknadsriskpremien vara framåtblickande. Som EY påpekar åberopas därför ofta PwC:s marknadsriskpremiestudie som källa för bedömning av marknadsriskpremien. I studien tillfrågas personer aktiva i finanssektorn om deras förväntade marknadsavkastning. För att bestämma marknadsriskpremien beräknas skillnaden mellan de angivna förväntade marknadsavkastningarna och en 10-årig riskfri ränta. Att en 10-årig riskfri ränta används har att göra med att de flesta respondenterna, 55 procent i 2016 år studie, säger sig tillämpa en 10-årig riskfri ränta som referensränta. Det ska noteras att detta är en noterbar minskning av antalet respondenter som använder en 10-årig riskfri ränta, jämfört med föregående års studier, se tabell nedan.

Tabell 6 Tabellen visar respondenternas val av referensränta i PwC:s riskpremiestudie 2012-2016

Respondenternas val av riskfri ränta					
Ränta	Mars 2012	Mars 2013	Mars 2014	Mars 2015	Mars 2016
10-årig statsobligation	59%	64%	69%	66%	55%
5-årig statsobligation	17%	10%	18%	17%	13%
Annan ränta	25%	26%	13%	17%	32%

Källa: Riskpremien på den svenska aktiemarknaden, PwC, mars 2016

Av de 32 procent som anger att de tillämpar en annan ränta enligt tabellen ovan, uppger hälften att de tillämpar en normaliserad riskfri ränta som referensränta. Eftersom spridningen är relativt stor mellan vilken typ av

underliggande riskfri ränta som respondenterna tillämpar både vad avser löptid, men även aktuella respektive normaliserade räntenivåer kan man inte fastställa för vilken löptid och huruvida det är en normaliserad eller för året gällande marknadsriskpremie som anges i studien.

I tabellen nedan ges resultaten av PwC:s marknadsriskpremiestudie 1998-2016. Den genomsnittliga marknadsriskpremien över perioden som studien genomförts uppgår till 4,9 procent och genomsnittet för perioden 2009-2016 uppgår till 5,7 procent.

Tabell 7 I tabellen visas den förväntade marknadsavkastningen, 10-årig riskfri ränta under undersökningsperioden samt marknadsriskpremien baserad på PwC:s marknadsriskpremiestudie 1998 till 2016

PwC:s marknadsriskpremiestudie

(%)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Medel 1998-2016	Medel 2009-2016
Förväntad marknadsavkastning	8,8%	8,4%	8,2%	9,7%	10,1%	9,4%	8,8%	8,1%	7,8%	8,2%	8,0%	8,6%	8,1%	7,9%	7,8%	7,9%	7,7%	7,4%	7,4%	8,5%	7,9%
10-årig riskfri ränta	4,8%	5,0%	4,9%	5,2%	5,3%	4,6%	4,7%	3,8%	3,4%	3,8%	4,0%	3,4%	3,5%	3,4%	2,8%	1,8%	2,1%	0,8%	0,9%	3,6%	2,2%
Marknadsriskpremien	4,1%	3,5%	4,3%	4,5%	4,8%	4,8%	4,3%	4,3%	4,4%	4,3%	4,0%	5,4%	4,6%	4,5%	5,0%	6,0%	5,6%	6,6%	6,5%	4,9%	5,7%

Källa: PwC:s riskpremiestudie

Ei:s konsulter har framfört att det är viktigt att marknadsriskpremien bestäms i konsekvens med den riskfria räntan då marknadsriskpremien vanligen beräknas som skillnaden mellan marknadens avkastning och avkastningen på en riskfri tillgång (riskfria räntan). PwC instämmer i konsulternas syn kring att konsekvens måste finnas mellan löptiden på den riskfria räntan och marknadsriskpremien.

Kritik har baserat på ovan framförts mot att använda marknadsriskpremien baserat på PwC:s marknadsriskpremiestudie vid en löptid för riskfri ränta som inte uppgår till 10 år. Som ovan angetts kan man inte av PwC:s studie direkt avgöra för vilken löptid studiens marknadsriskpremie gäller och inte heller huruvida den angivna marknadsriskpremien är normaliserad eller aktuell nivå.

PwC:s anser i likhet med EY att marknadsriskpremien på den svenska marknaden i ett normalt marknadsläge uppgår till ca 5,0 procent. Detta är i linje med vad genomsnittet av marknadsriskpremiestudien ger och PwC:s syn är att den genomsnittliga nivån på 5,0 procent alltså kan användas även vid en tillämpning av en löptidspremie på den riskfria räntan enligt ovan.

5. Kreditriskpremien och löptid

5.1. Kreditriskpremie och löptid

Domen anger att kreditriskpremien ska spegla naturgasföretagens kostnader för att skaffa kapital på kreditmarknaden. Vidare anges att den ska beakta förväntad kostnad för framtida lånefinansiering d v s naturgasföretagets långsiktiga upplåningskostnad.

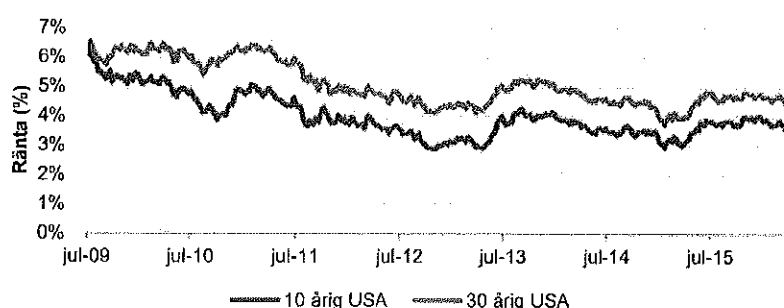
Då förvaltningsrätten kom fram till att en 10-årig löptid var tillräckligt lång för skattning av den riskfria räntan anses 10 år tillräckligt långsiktigt även beträffande naturgasföretagens lånekostnader. Förvaltningsrätten har rätt i det att löptiden för den riskfria räntan och kreditriskpremien bör vara lika långa, men båda bör sammanfalla med investeringens livslängd.

PwC instämmer i Ei:s konsulters påpekande, att bolag ofta har lån med olika förfalldatum och löptider som ofta är kortare än investeringshorisonten. Genom att teckna lån med löptider som är kortare än investeringens livslängd tar bolagen en risk då refinansiering av tillgången kommer att krävas under tillgångens livslängd.

Vid beräkning av WACC ska dock kapitalkostnaden över hela tillgångens livslängd beräknas. Detta gäller såväl kostnad för eget kapital som kostnad för lånat kapital. Därför anser PwC att vid analys av kreditriskpremien ska finansieringskostnaden över hela investeringens livslängd bedömas. Detta kan göras antingen genom att direkt bedöma kreditriskpremien för löptider motsvarande investeringens tidshorisont eller att man utgår från kortare finansieringsalternativ, men då beaktar refinansieringsrisken. Löptidspremien kopplat till krediter med längre löptid beaktar rimligen kostnader kopplade till refinansieringsrisken

Precis som Ei konstaterat har lån med längre löptid oftast en högre ränta än lån med kortare löptid. I diagrammet nedan visas som exempel på detta, index för företagsobligationer utställda av amerikanska energibolag med 10 respektive 30 års löptider. Ett liknande mönster kan ses som vid analys av löptidspremien på den riskfria räntan, där krediten med 30 års löptid har en högre ränta än den med 10 års löptid.

Ränta för olika löptid (Amerikanska utilities BBB)



Källa: Bloomberg

Figur 5 Diagrammet visar utvecklingen i index för amerikanska utilities med bbb-rating med 30 års respektive 10 års löptid under perioden juli 2009-april 2016

Då kreditriskpremien beräknas som den premie utöver den riskfria räntan som en kreditgivare kräver för att ställa ut ett lån, består spreaden mellan de två indexen ovan dels av skillnad i 10-årig och 30-årig riskfri ränta, dels eventuell tillkommande löptidspremie kopplad till kreditriskpremien vid olika löptider.

För att beräkna kreditriskpremien för en 30-årig löptid ska med andra ord skillnaden mellan räntan på ett 30-årigt lån och en 30-årig riskfri ränta analyseras. På samma sätt ska en 10-årig riskfri ränta jämföras med räntevillkoren på ett 10-årigt lån för att bestämma kreditriskpremien på en 10-årig löptid.

Eftersom vi redan konstaterat att en löptidspremie finns på den riskfria räntan är förhållandet i ovan diagram en självklarhet då bara räntenivån på den riskfria räntan är högre i ett 30-årigt perspektiv än ett 10-årigt. I

kommande avsnitt analyserar vi hur kreditriskpremien varierar mellan olika löptider utöver löptidspremien på den riskfria räntan.

5.2. Löptidspremie på kreditriskpremien

Då en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer används bör även kreditriskpremien bestämmas över 30 år. Förvaltningsrätten har förlitat sig på EY:s bedömning av kreditriskpremien som fastställts baserat på ett 5-årigt genomsnitt av företagsobligationer med kreditbetyg BBB samt med 10 års löptid. Baserat på detta tillvägagångssätt beräknas kreditriskpremien till 1,8 procent.

EY har baserat på jämförelsebolagens kreditvärdighet, men även analys av nordiska energibolags stand alone rating konstaterat att en kreditvärdighet på bbb är rimlig att utgå ifrån vid bedömning av svenska gasnätsbolags kreditriskpremie.

På samma sätt som specifika risker beaktas vid beräkning av kostnaden för eget kapital kommer motsvarande specifika risker påverka kreditgivarnas bedömning av ett bolags kreditvärdighet och villkor för kreditriskpremien. EY lyfter fram att gasnätsföretaget Krafringen är med i jämförelsen kring ett rimligt kreditbetyg för Svenska gasnätbolag. Det ska dock noteras dels att Krafringen AB har en stand alone rating på bbb-, dels att denna rating avser hela koncernen Krafringen, där gasnätsverksamheten är en mycket liten del. Detta gäller även för samtliga övriga bolag i jämförelsen, deras kreditvärdighet baseras på en bedömning av koncernen som helhet, med flera diversifierade verksamhetsområden och betydligt större koncerner i förhållande till de svenska gasnätsverksamheterna. Det är dock svårt att avgöra hur kreditvärdigheten skulle påverkas vid bedömning av enbart gasnätsverksamheten men vår slutsats är att kreditbetyget i vart fall inte bör överstiga bbb för svenska gasnätbolag i ett stand alone perspektiv. Därför har även vi valt att utgå från ett kreditbetyg om bbb vid analys av kreditriskpremien.

Tyvärr har motsvarande index som EY utgått från i sin analys,⁷ men med 30 års löptid mycket begränsad historik då detta index etablerades först under 2015. I tabellen nedan visas EY:s underlag för bedömning av kreditriskpremien som grundar sig på ett europeiskt energiindex med bbb rating och 10 års löptid, samt motsvarande index med 30 års löptid. Baserat på detta underlag kan ses att räntenivån på 30-åriga företagsobligationer under april 2015 till april 2016 i genomsnitt var ca 0,7 procent högre än för företagsobligationer med endast 10 års löptid och motsvarande rating.

Tabell 8 I tabellen nedan visas genomsnittlig kreditriskpremie baserat på index för europeiska utilities med en kreditvärdighet om BBB

	År 2 012	År 2 013	2009-07-31 2014-07-31	2015-04-14 2016-04-18
10-årig BBB	3,91%	3,51%	3,97%	1,62%
30-årig BBB	n.a.	n.a.	n.a.	2,31%

Källa: Bloomberg

Då avsikten även vad gäller kreditriskpremien är att bestämma en normaliserad nivå bedömer vi inte att detta index som utgångspunkt för beräkning av kreditriskpremien är relevant till följd av den mycket begränsade historiken. Som konstaterats även avseende riskfri ränta är det främst i USA där långa löptider har använts under en längre tid och så gäller även för lånefinansiering. Då underlag avseende den svenska och europeiska marknaden är begränsat på 30-årig löptid har vi analyserat motsvarande index som EY tillämpat samt ett med 30-årig löptid, men baserat på den amerikanska marknaden.

Utvecklingen i dessa index visas i figur 5 där man tydligt kan se att räntan baserat på det 30-åriga indexet är högre än det 10-åriga. I genomsnitt var spreaden mellan det 10-åriga och 30-årigt index 1,09 procent under perioden, vilket kan ses i tabellen nedan.

⁷ Index för europeiska utilities med bbb-rating

Tabell 9 Tabellen visar genomsnittlig ränta under perioden 2009-2016 på 10-åriga respektive 30-åriga företagsobligationer med kreditvärdighet BBB utställda av amerikanska utilities samt premien mellan dessa.

Löptidspremier obligationer (US index utilities BBB rating)*

	Genomsnitt*		
	Ränta 10-år	Ränta 30-år	Premium
US Utilities	4,00%	5,09%	1,09%

* Indexdata för perioden juli 2009 till april 2016 (källa: Bloomberg)

Som tidigare beskrivits så förklaras viss del av premien av löptidspremier på den riskfria räntan. Enligt tidigare analys i avsnitt 3.4 uppgår den bedömda löptidspremier mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationen i USA under motsvarande period till 0,95 procent och förklarar därmed den största delen av premien mellan företagsobligationer med 10 respektive 30 års löptid. Löptidspremier kopplat till kreditriskpremier utöver löptidspremier på den riskfria räntan får därav bedömas vara av begränsad storlek på den amerikanska marknaden och uppgår till storleksordningen 0,1-0,2 procent.

Vår analys indikerar således att en löptidspremie mellan 10-årig och 30-årig kreditriskpremie är begränsad till sin storlek och att skillnaden mellan räntan på ett 30-årigt lån och ett 10-årigt lån till största delen kan förklaras av löptidspremier på den riskfria räntan.

6. Kontaktinformation

Anna Elmfeldt

Head of Energy, Utilities & Mining

anna.elmfeldt@se.pwc.com

+46(0)70-929 41 66

Martin Gavelius

Executive Director

martin.gavelius@se.pwc.com

+46(0)70-929 35 29

"PwC" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.

7. Källförteckning

Dom Mål nr 8016-14, *Fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 enligt naturgaslagen (2005:403)*, Förvaltningsrätten i Linköping, 2016-02-01.

McKinsey & Company Inc, Koller, T, Goedhart, M & Wessels, D, *Valuation – Measuring and managing the value of companies*, Hoboken : John Wiley & sons, Inc, 2005.

Regeringspropositionen 2008/2009:141. *Förhandsprövning av nättariffer*.

SOU 2012:71, Bilaga 3, *Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv*, 2012-05-16.

SOU 2012:71, Bilaga 3, *Den långsiktiga realräntan (Dnr 13-38-11)*.