

Kammarrätten i Jönköping
Box 2203
550 02 Jönköping

KOMPLETTERING II

Mål nr 44-14, 50-14, 51-14, 55-14, 60-14, 61-14, 62-14, 63-14, 64-14, 65-14, 66-14, 71-14, 76-14, 83-14, 85-14, 86-14, 95-14, 96-14, 100-14, 101-14, 102-14, 104-14, 111-14, 113-14, 116-14, 119-14, 129-14, 130-14, 131-14 och 132-14

Energimarknadsinspektionen ("Ei") ./ Kalmar Energi Elnät AB m.fl. ("Nätföretagen")

Som ombud för Energimarknadsinspektionen får vi inkomma med ytterligare komplettering till Ei:s överklaganden daterade 2013-12-20 respektive kompletteringar daterade 2014-02-28. Denna komplettering avser endast den så kallade kalkylräntan.

Ei konstaterar att kammarrätten beviljat prövningstillstånd (pilotmål) gällande tre mål (61-14, 101-14 samt 129-14) som samtliga behandlar frågan om kalkylräntans storlek, dvs. vilken real kalkylränta före skatt som ska användas vid beräkning av intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015 eller annorlunda uttryckt vilken procentsats som WACC (Weighted Average Cost of Capital) ska sättas till. Att notera är att mål 129-14 endast avser frågan som huvudsakligen behandlas under avsnitt 4, dvs. frågan om hänsyn till den s.k. skattekrediten.

1 UTGÅNGSPUNKTER

- 1.1** Enligt Ei:s beslut om intäktsramar bestämdes den reala kalkylräntan före skatt till 5,2 procent för tillsynsperioden 2012-2015. Hänsyn hade härvidlag tagits till den s.k. räntefria skattekredit som lämnas genom möjligheterna till överavskrivningar i elnätsverksamhet.
- 1.2** Enligt Förvaltningsrätten i Linköpings domar meddelade den 11 december 2013 bestämdes den reala kalkylräntan före skatt till 6,5 procent för tillsynsperioden 2012-2015. Förvaltningsrätten fann att hänsyn inte skulle tas till möjligheterna till s.k. räntefri skattekredit.
- 1.3** Ei har överklagat förvaltningsrättens domar och begärt att kammarrätten ska fastställa den reala kalkylräntan före skatt till 5,2 procent för tillsynsperioden 2012-

2015. Ei har i sina överklaganden anfört att vid bestämmande av den reala kalkylräntan för skatt ska hänsyn tas till möjligheterna till s.k. räntefri skattekredit.

2 ÅBEROPADE NYA SAKKUNNIGUTLÅTANDEN I KAMMARRÄTTEN

2.1 Utöver de sakkunnigutlåtanden som åberopats i förvaltningsrätten åberopar Ei följande sakkunnigutlåtanden:

- Ernst & Young, **bilaga 1**
- Grant Thornton, **bilaga 2**
- Adri De Ridder, docent i finansiell ekonomi vid Uppsala universitet samt Jonas Råsbrant, ekon. dr i finansiell ekonomi vid Uppsala universitet, **bilaga 3**
- Stefan Yard, professor i företagsekonomi vid Lunds Universitet, **bilaga 4**

2.2 Angivna utlåtanden sammanfattas nedan med fokus på de delar som inte utvecklas närmare på annan plats i detta yttrande.

2.3 Ernst & Youngs utlåtande

2.3.1 WACC för tillsynsperioden 2012-2015

2.3.1.1 I Ernst & Youngs utlåtande till Ei inför myndighetens beslut om intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015, uppskattades rimlig WACC till mellan 4,3 och 5,8 procent, med ett genomsnitt på 5,05 procent.¹ I utlåtandet beaktades inte effekten av s.k. skattekrediter.

2.3.1.2 Nätföretagen har menat att den uppskattning av WACC som sker i det tidigare utlåtandet inte är relevant eftersom Ernst & Young i detta endast beräknat en (vid den tidpunkten) aktuell WACC och rekommenderat att denna ska uppdateras årsvis. I syfte att bemöta kritiken har Ernst & Young nu ombetts uppskatta en lämplig WACC för hela tillsynsperioden 2012-2015, dock alltjämt med utgångspunkt i de data som var kända vid tidpunkten för beslut om intäktsramar.

2.3.1.3 Av det nu åberopade utlåtandet framgår att Ernst & Young uppskattat en lämplig WACC för hela tillsynsperioden till 5,4 procent.² Denna uppskattade WACC för tillsynsperioden har dessutom rimlighetskontrollerats med beaktande av det historiska utfallet av de i beräkningen ingående parametrarna för åren 2012-2013. Det visar sig då att uppskattningen står sig väl vid sådan kontroll. Den beräknade

¹ Utlåtandet är ingivet i målen avseende intäktsramar som bilaga till Ei:s yttrande 2012-10-30.

² Ernst & Young har inte heller denna gång beaktat effekten av s.k. skattekrediter men anfört att en sådan effekt föreligger, se s 20 i utlåtandet.

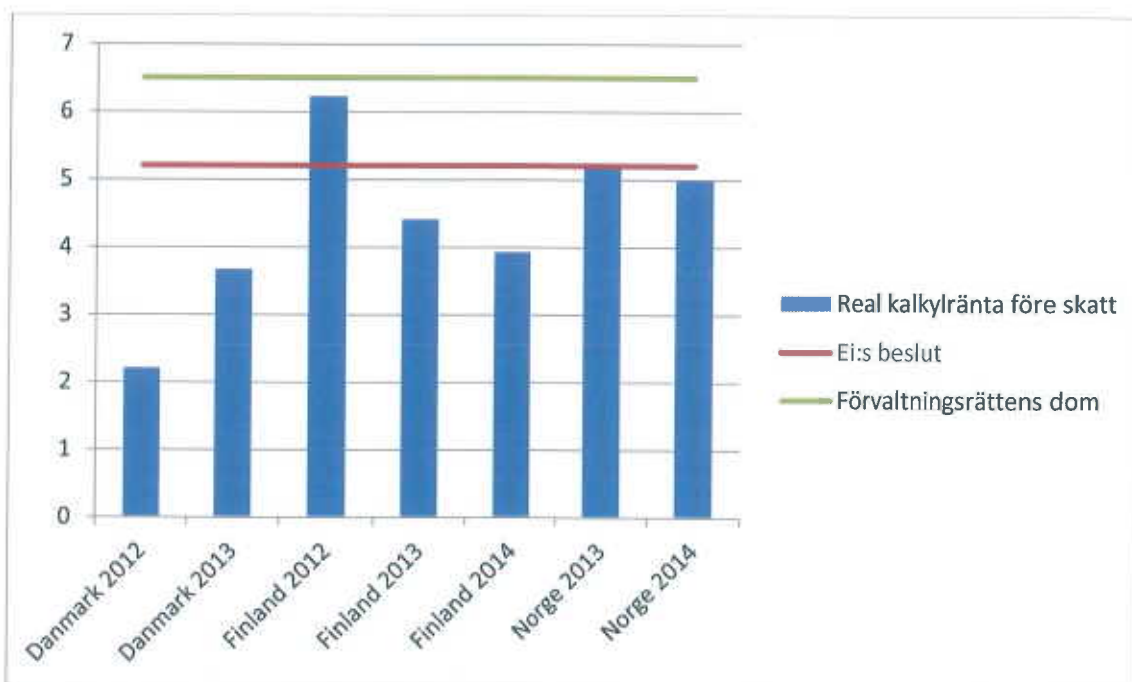
WACC:en för åren 2012-2013, exklusive beaktande av skattekrediter, uppgår nämligen till 5,5 procent.

2.3.1.4 Det kan noteras Ernst & Young i sina beräkningar tillämpat den under år 2011 gällande skattesatsen. Tillämpas aktuell skattesats blir den uppskattade WACC:en lägre.

2.3.2 *Jämförelse med övriga nordiska länder*

2.3.2.1 Ernst & Young har även kartlagt de kalkylräntor som tillämpas vid reglering av elnätstariffer i övriga nordiska länder (exklusive Island). I diagrammet nedan framgår de kalkylräntor (omräknat till realt före skatt) som tillämpas i de nordiska länderna jämfört med Ei:s beslut om 5,2 procent och förvaltningsrättens dom om 6,5 procent.

Diagram: jämförelse med övriga nordiska länder (exklusive Island).



2.3.3 De kalkylräntor som tillämpas i de nordiska grannländerna utgör ett i detta sammanhang lämpligt jämförelsematerial. Som framgår mer specifikt av utlåtandet bedöms de operationella förutsättningarna för drift av elnät vara likartade i de olika länderna liksom makroekonomiska förutsättningar i form av inflation m.m.³

³ Se s 10 f. i Ernst & Youngs utlåtande.

Därutöver kan tilläggas att elnässektorerna i länderna har en likartad struktur i form av ett relativt stort antal aktörer och en blandning av offentligt, privat och i vissa fall kooperativt ägande.

2.3.3.1 För ordningens skull kan noteras att den norska regleringsmodellen nyligen ändrats och att den modell som beskrivs i förarbetena till den svenska lagstiftningen, vilken även återgavs i Ei:s yttrande 2014-02-28, sålunda inte längre tillämpas.

2.3.4 **Tidsperspektivet för fastställande av WACC**

2.3.4.1 Nätföretagen har i förvaltningsrätten argumenterat för att det ska fastställas en "långsiktigt stabil" kalkylränta, det vill säga en kalkylränta som gäller oförändrat under lång tid (dock oklart hur lång). Av detta skäl baseras också de sakkunnigutlåtanden nätföretagen lämnat in på ansatsen att bestämma en WACC som ska vara lämplig för många tillsynsperioder framåt. Exempelvis anger KPMG att deras uppdrag varit att "*uppskatta en långsiktigt uthållig WACC, dvs. en WACC som ska kunna gälla under överskådlig framtid*".⁴

2.3.4.2 Ernst & Young menar i sitt utlåtande att detta är en ekonomiskt olämplig utgångspunkt. Konsekvensen av att tillämpa en oföränderlig WACC/kalkylränta blir att kapitalkostnaden kommer att överskattas i perioder med lågt ränteläge och underskattas i perioder med ett högt ränteläge, vilket i sin tur riskerar att skapa felaktiga investeringsincitament för nätföretagen. Sammanfattningsvis anser Ernst & Young att det framstår som olämpligt att försöka bedöma en WACC som ska gälla mer än under ett fåtal år.⁵

2.3.4.3 Eftersom frågan om vilket tidsperspektiv som bör användas vid fastställande av kalkylräntan har relativt stor betydelse för slutresultatet och det dessutom framstår som något oklart hur förvaltningsrätten resonerat i denna del behandlas frågan närmare i avsnitt 3 nedan.

2.3.5 **Parametrarna riskfri ränta och kreditriskpremie**

2.3.5.1 Ernst & Young noterar att de flesta av nätföretagens anlidade sakkunniga använder sig av 30-åriga statsobligationer vid fastställande av vad som är s.k. riskfri ränta. Detta gäller utlåtandena från KPMG, PWC, Mattias Ganslandt. Ernst & Young menar att detta kan ifrågasättas och att tioåriga statsobligationer är en bättre indikator på riskfri ränta. Under alla omständigheter är metoden att använda sig av 30-åriga statsobligationer vid fastställande av riskfri ränta inte förenligt med den

⁴ Se avsnitt 1.2 sista stycket i KPMG:s yttrande.

⁵ Detta resonemang utvecklas närmare på sid 3 f. i Ernst & Youngs utlåtande.

marknadsriskpremie som PWC använder sig av. Detta fel innebär sannolikt att WACC:en överskattas i PWC:s (samtliga) beräkningar.

- 2.3.5.2 PWC, dock inte nätföretagens övriga sakkunniga, använder 30-åriga statsobligationer även vid fastställande av parametern kreditriskpremie. Denna metod för att bestämma kreditriskpremien betecknas av Ernst & Young som "fullständigt orimlig". Detta beror i grunden på att lån med så långa löptider är både ovanliga och kostsamma och det finns därför ingen anledning att beräkna företagens lånekostnader på detta sätt. Avsikten i detta sammanhang måste istället vara att på ett rimligt sätt spegla nätföretagens verkliga lånekostnader.

2.4 Grant Thorntons utlåtande

2.4.1 *WACC för tillsynsperioden 2012-2015*

- 2.4.1.1 I Grant Thorntons utlåtande till Ei inför myndighetens beslut om intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015, uppskattades rimlig WACC till mellan 5,3 och 6,6 procent, med ett genomsnitt på 5,95 procent.⁶ I utlåtandet beaktades inte effekten av s.k. skattekrediter.
- 2.4.1.2 Även Grant Thorntons tidigare utlåtande påstods från nätföretagens sida sakna relevans för fastställande av kalkylränta under perioden 2012-2015, eftersom den beräknade WACC:en var "momentan". Grant Thornton har av denna anledning i sitt nya utlåtande uppskattat en rimlig WACC för hela tillsynsperioden 2012-2015. Enligt Grant Thornton uppgår en rimlig WACC för tillsynsperioden 2012-2015 till 5,7 procent, med ett konfidensintervall på 5,2-6,3 procent (se avsnitt 4.1 respektive avsnitt 5 i utlåtandet).
- 2.4.1.3 Grant Thornton har, mot bakgrund av mer än hälften av tillsynsperioden redan förlöpt, också gjort en beräkning av utfall utifrån verkliga siffror. Denna beräkning visar på en WACC mellan 4,9 och 5,9 procent för år 2012, med ett genomsnitt på 5,4 procent.
- 2.4.1.4 Det kan noteras att Grant Thornton inte har beaktat den s.k. skattekrediten, jmf nedan avsnitt 4, samt tillämpat den under år 2011 gällande skattesatsen. Tillämpas aktuell skattesats blir den uppskattade WACC:en lägre.

⁶ Utlåtandet är ingivet i målen avseende intäktsramar som bilaga till Ei:s yttrande 2012-10-30.

2.4.2 **Beräkning av WACC utifrån förvaltningsrättens bedömning av ingående parametrar**

2.4.2.1 Grant Thornton har också genomfört en beräkning av WACC utifrån de bedömningar som förvaltningsrätten har gjort i sin dom. Denna beräkning har föranletts av förvaltningsrätten har tagit sig an frågan om rimlig kalkylränta genom att bedöma värdet på ett antal parametrar som ingår i beräkningen av WACC. Förvaltningsrätten saknar dock möjlighet att utifrån dessa ställningstaganden beräkna en rimlig total nivå för WACC.

2.4.2.2 Grant Thorntons beräkning visar att kalkylräntan utifrån de ställningstaganden avseende enskilda parametrar som förvaltningsrätten gjort bör uppskattas till mellan 5,3 och 6,8 procent, med ett mittvärde på 6,0 procent. Förvaltningsrätten bedömning avseende rimlig kalkylränta torde således vara något i överkant även utifrån de ställningstaganden förvaltningsrätten själv gjort beträffande de i beräkningen ingående parametrarna.

2.5 **Adri de Ridders och Jonas Råsbrants utlåtande**

2.5.1 de Ridder och Råsbrant anlägger i sitt utlåtande ett något vidare perspektiv på beräkning av kapitalkostnad enligt den s.k. CAPM-ansatsen (som utgör grunden för beräkning av WACC) än vad som skett i andra utlåtanden. De betonar bland annat att CAPM-ansatsen utgår från att investerare utnyttjar diversifiering och placerar kapital i ett antal objekt. Detta påverkar bland annat vilka riskpremier som bör användas i beräkningen.

2.5.2 I utlåtandet förs också en diskussion om vilket tidsperspektiv som bör användas i fastställande av parametrar för WACC. de Ridder och Råsbrant menar i likhet med Ernst & Young att det är olämpligt att i detta sammanhang använda sig av värdepapper (obligationer) med mycket långa löptider, t.ex. 30 år, oaktat vilken livslängd de aktuella anläggningarna har. Detta beror bland annat på att ett effektivt fungerande företag inte bör finansiera sig på detta sätt, varför en beräkning som (i likhet med nätföretagens beräkningar) baserar sig på sådana jämförelser kommer att ge en missvisande bild av nätföretagens kapitalkostnader.⁷ I detta sammanhang bör noteras att av nätföretagens sakkunniga använder sig i vart fall PWC, KPMG och Mattias Ganslandt av obligationer med en löptid på 30 år för att fastställa parametern riskfri ränta.

⁷ Se s 4 f. i utlåtandet.

- 2.5.3 Utlåtandet av de Ridder och Råsbrant utmynnar i tre specifika slutsatser:
- Det bör inte ske någon justering av nätföretagens betavärde enligt den s.k. Blumekorrigeringen.⁸
 - Det är endast följande riskpremier, som bör användas i beräkning av WACC för nätföretagen: marknadsrisk, storleksbetingad risk samt värde/tillväxt-risk.
 - En real WACC med tillämpning av den under år 2011 gällande skattesatsen för nätföretagen kan beräknas till 5,1 procent.

2.6 **Stefan Yards utlåtande**

2.6.1 Stefan Yards utlåtande skiljer sig från övriga utlåtanden på det sättet att Yard valt att i största möjliga utsträckning arbeta med underlag som hämtats direkt från nätföretagen själva. Nätföretagen har nämligen sedan ett antal år varit skyldiga att lämna in årsrapporter till Ei med uppgifter rörande intäkter och kostnader. Dessa har Yard tagit del av. Yard använder därför i mindre utsträckning generella antaganden rörande de parametrar som ingår i beräkning av WACC. Avsikten är att nå ett resultat som i större utsträckning speglar de verkliga kapitalkostnaderna för elnätsföretag i Sverige. Detta är anledningen till att Yards analys i stor utsträckning laborerar med siffror i absoluta tal istället för endast med procentsatser.

2.6.2 **Parametrar för WACC**

- 2.6.2.1 Beträffande parametrar för beräkning av WACC gör Yard framför allt följande iakttagelser. Det noteras att den i förvaltningsrättens dom antagna låneräntan för nätföretagen uppgår till cirka 5 procent (detta följer av att förvaltningsrätten fastställer riskfri ränta till 4,0 procent samt nätföretagens kreditriskpremie till 1,0 procent). Av nätföretagens årsrapporter kan dock utläsas att den verkliga låneräntan för nätföretagen i genomsnitt uppgår till 4,03 procent.⁹ Detta innebär att om beräkningen av WACC ska spegla nätföretagens verkliga lånekostnad behöver parametrarna riskfri ränta respektive kreditriskpremie justeras nedåt.
- 2.6.2.2 Yard menar också att risken, uttryckt som "asset beta" eller tillgångsbeta, har kommit att skattas alltför högt av i stort sett samtliga de experter som lämnat utlåtanden. Detta har ett flertal anledningar. En är att experterna inte har försökt ta reda på hur stor den faktiska risken är i svenska elnätsföretag. Eftersom de svenska nätföretagen inte är marknadsnoterade finns det inte tillgång till betavärden för dessa. I detta läge har de flesta experter valt att hämta ett betavärde från

⁸ Blumekorrigeringen har i andra utlåtanden i målen om intäktsramar benämnts "Bloombergjustering".

⁹ Se s 6 i utlåtandet.

marknadsnoterade europeiska energibolag.¹⁰ Relevansen av detta kan dock enligt Yard ifrågasättas eftersom dessa "jämförelsebolag" ägnar sig åt betydligt mer riskfylld verksamhet än överföring av el; till och med elproduktion med kärnkraft. Effekten av detta blir att betavärdet överskattas.

- 2.6.2.3 Därutöver menar Yard att den svenska regleringen i sig har utformats på ett sätt som väsentligt minskar riskerna i nätföretagens verksamhet. Även om regleringsmodellen i grunden är kapacitetsbevarande får nätföretagen räkna in alla tillgångar som är i bruk i sin kapitalbas. Detta betyder att företagen till stor del undviker de risker som i andra branscher följer av teknologiska förändringar och förändringar i kundunderlaget.¹¹ Nätföretagen får nämligen lika hög ersättning i form av intäktsramar oavsett om de aktuella tillgångarna bara används i begränsad utsträckning.
- 2.6.2.4 Beträffande den s.k. skattekrediten noterar Yard att merparten av nätföretagens skulder utgörs av skattekrediter som inte är räntebärande. Det noteras också att tidigare studier av storleken på de räntefria skattekrediterna har utgått från anläggningarnas bokförda värden, trots att det är anläggningarnas marknadsvärde som är relevant i denna fråga. Yards analys, som är baserad på marknadsvärden, visar den räntefria skattekrediten kan uppskattas till sammanlagt 52,6 miljarder kronor för svenska nätföretag. Detta får betydande effekt på företagets vägda kapitalkostnad.¹² Frågan om vilken betydelse som bör tillmätas räntefria skattekrediter behandlas mer utförligt i avsnitt 4 i detta yttrande.
- 2.6.3 **Beräkning av WACC**
- 2.6.3.1 Yard utgår från de parametrar och den kalkylränta som fastställts i förvaltningsrättens dom, det vill säga 6,5 procent, och genomför sedan två alternativa beräkningar för att beakta de felaktigheter han bedömer att domen grundar sig i (enligt ovanstående referat).
- 2.6.3.2 I den första beräkningen beaktas effekten av räntefria skattekrediter. I detta fall blir WACC:en (övriga parametrar oförändrade) 5,4 procent.¹³
- 2.6.3.3 I den andra beräkningen justeras parametrarna riskfri ränta, kreditriskpremie samt asset beta. Den riskfria räntan justeras från 4,0 till 3,5 procent, kreditriskpremien justeras från 1,0 till 0,5 procent och asset beta justeras från 0,44 till 0,29. I detta

¹⁰ Se t.ex. appendix 1 i KPMG:s yttrande och appendix B till PWC:s yttrande där jämförelsebolagen redovisas.

¹¹ Se s 8 f. i utlåtandet.

¹² Se sammanställning på s 6 i utlåtandet. Sammanställningen visar hur finansieringen av nätföretagen fördelar sig mellan eget kapital, vanliga (räntebärande) skulder respektive räntefria skattekrediter.

¹³ Se mittenkolumnen i sammanställningen i utlåtandets appendix 1.

fall blir WACC:en 3,94 procent.¹⁴ Notera att denna beräkning även inkluderar skattekrediter.

2.6.4 Övriga frågor

2.6.4.1 Yard tar även upp ett antal frågor som inte specifikt berör nivån på kalkylränta utan snarare gäller rimligheten i den samlade ersättning nätföretagen erhåller. Dessa omständigheter åberopas i de delar av målen som gäller övergångsmetoden men berörs inte närmare här.

3 SÄRSKILT OM TIDSPERSPEKTIVET FÖR FASTSTÄLLANDE KALKYLRÄNTA

3.1 Nätföretagen har i förvaltningsrätten argumenterat för att det ska fastställas en "långsiktigt stabil WACC" och de sakkunniga som nätföretagen anlitat har i stor utsträckning tillämpat detta synsätt i sina beräkningar av WACC. Nätföretagen har aldrig förklarat närmare vad de menar med uttrycket "långsiktigt stabil" men i de sakkunnigutlåtanden som nätföretagen bygger sin argumentation på framgår att det som avses är en WACC/kalkylränta som är stabil över många tillsynsperioder och inte endast för den tillsynsperiod som nu är föremål för prövning.¹⁵

3.2 För det fall det fastställs en kalkylränta som ska vara stabil under många tillsynsperioder innebär det med nödvändighet att kalkylräntan sällan eller aldrig kommer att spegla nätföretagens kapitalkostnader (eller rimliga avkastning) under den aktuella tillsynsperioden.¹⁶ I tillsynsperioder med ett historiskt sett lågt ränteläge, som perioden 2012-2015, blir företagen nämligen överkompenserade och under tillsynsperioder med ett högt ränteläge blir de underkompenserade.

3.3 Det går inte att generellt säga hur stor effekt det har att tillämpa en "långsiktigt stabil" kalkylränta istället för en kalkylränta som är avpassad för tillsynsperioden 2012-2015. Detta torde variera beroende på hur beräkningarna görs och vilka mer specifika antaganden som görs inom ramen för dessa. En indikation på betydelsen av tidsperspektivet erhålls dock genom de beräkningar PWC utfört på nätföretagens uppdrag. PWC uppskattar en s.k. långsiktigt stabil WACC till 7,6 procent. När samma experter, med tillämpning av i övrigt samma metodologi, istället uppskattar en aktuell WACC för tiden då Ei:s beslut förbereddes respektive en WACC för

¹⁴ Se högerkolumnen i sammanställningen i utlåtandets appendix 1.

¹⁵ KPMG:s uppdrag har varit att "uppskatta en långsiktigt uthållig WACC, dvs. en WACC som ska kunna gälla under överskådlig framtid" (se avsnitt 1.2 sista stycket i KPMG:s yttrande). PWC:s uppdrag har varit att beräkna dels en "långsiktigt stabil WACC", dels en "WACC för perioden 2012-2015" samt slutligen en s.k. "momentan WACC" (se s 3 i PWC:s utlåtande). Mattias Ganslandts slutsatser om WACC avser en "stabil och långsiktig real kapitalkostnad" (se s 27 i Ganslandts utlåtande).

¹⁶ Jfr Ernst & Youngs utlåtande (2014) s 3 f.

tillsynsperioden 2012-2015 blir resultatet helt annorlunda.¹⁷ Det kan således konstateras att en uppskattning av WACC får väsentligt olika resultat beroende på vilka antaganden den sakkunnige ifråga använder vid uppskattningen av en WACC som är lämplig för tillsynsperioden 2012-2015.

- 3.4 Det framstår dessvärre som något oklart vilket ställningstagande förvaltningsrätten gjort i denna del. Förvaltningsrätten anser att kalkylräntan ska vara "långsiktig" men det är otydligt vad som innefattas i detta. I sin sammantagna bedömning anger domstolen att den uppfattat att "*parterna är överens om att kalkylräntan ska vara långsiktigt hållbar, vilket ger ett annat slutresultat än om den beräknats momentant*", och i det avsnitt där domstolen slutligen bestämmer vad kalkylräntan ska uppgå till används nätföretagens uttryck "långsiktigt stabil kalkylränta". Eftersom nätföretagen inte tydligt definierat vad de menar med detta uttryck blir det inte heller tydligt vad förvaltningsrätten avser och vad rättens bedömning beträffande nivån på kalkylräntan baserar sig på.
- 3.5 Det finns i princip två tolkningsmöjligheter av förvaltningsrättens bedömning i denna del. Det första alternativet är att den långsiktighet förvaltningsrätten talar om endast avser fyraårsperioden 2012-2015. Om så är fallet vill Ei framhålla att en beräkning av WACC för perioden 2012-2015 i motsats till vad förvaltningsrätten synes ha uppfattat inte skiljer sig nämnvärt från en sådan "momentant" beräkning som förvaltningsrätten ställer den långsiktiga bedömningen i kontrast till. Som redogjorts för ovan i avsnitt 1.3 och 1.4 har Ernst & Young respektive Grant Thornton ombetts att med tillämpning av i övrigt samma metodologi som i deras tidigare yttranden beräkna en prognostiserad WACC för hela tillsynsperioden 2012-2015. Resultatet av dessa beräkningar är att den uppskattade WACC:en för perioden 2012-2015 knappt skiljer sig alls från de "momentana" uppskattningar som gjordes inför Ei:s beslut om intäktsramar.¹⁸
- 3.6 Det finns endast ett sakkunnigutlåtande som gör gällande att det föreligger någon beaktansvärd skillnad mellan en momentant beräknad WACC och en WACC för hela tillsynsperioden, nämligen PWC:s utlåtande. Det som bör noteras beträffande detta utlåtande är att PWC valt att göra en s.k. "konjunkturjustering" med syftet att komma fram till en WACC som är konjunkturoberoende, det vill säga en WACC som kan antas vara normal för en *hel konjunkturcykel*.¹⁹ I detta sammanhang bör emellertid påpekas att tillsynsperioden 2012-2015 endast utgör en mindre del av en

¹⁷ Aktuell WACC för 2011 uppskattas av PWC till 6,3 procent. PWC genomför även en uppskattning av WACC för tillsynsperioden 2012-2015, där WACC uppskattas till 7,1 procent. Relevansen i den senare uppskattningen kan dock ifrågasättas av skäl som redogörs för närmare nedan.

¹⁸ Genomsnittet för "momentant" beräknad WACC 2011 uppgår till 5,50 procent och genomsnitt för prognostiserad WACC under tillsynsperioden 2012-2015 uppgår till 5,55 procent.

¹⁹ Se närmare s 24 i PWC:s utlåtande.

längre konjunkturcykel och att ränteläget de facto är historiskt lågt i denna del av cykeln. Resultatet av den valda metodiken blir således att PWC snarare svarar på frågan vad som skulle vara en lämplig WACC om "normala" konjunktorella förutsättningar hade gällt under tillsynsperioden 2012-2015 än vad som är lämplig WACC under de förutsättningar som faktiskt kan prognostiseras för perioden ifråga. Eftersom kalkylräntan bör återspegla nätföretagens kapitalkostnader under respektive tillsynsperiod kan det ifrågasättas vilken relevans utlåtandet har för den fråga som ska prövas i målet.

- 3.7 Sammantaget kan konstateras att om förvaltningsrätten med uttrycket "långsiktigt stabil" endast avsett tillsynsperioden 2012-2015 finns det ingen anledning att fastställa en högre kalkylränta än vad som följer av de "momentana" beräkningar som förvaltningsrätten refererar till.
- 3.8 Det andra alternativet är att förvaltningsrätten med uttrycket "långsiktigt stabil" syftar på samma sak som nätföretagens sakkunniga, det vill säga en kalkylränta som ska vara åtminstone relativt oföränderlig under många tillsynsperioder.
- 3.9 Det är enligt Ei:s mening en självklarhet att nätmyndigheten, och i förlängningen domstolarna, endast bör fastställa kalkylräntan för en tillsynsperiod i taget och i det beslutet inte ta i beaktande vad som kan tänkas vara en "långsiktigt stabil kalkylränta" (om man med detta uttryck menar en kalkylränta som ska vara stabil över ett antal tillsynsperioder). Det är förvisso önskvärt, vilket Ei uttryckt i samband med beslutet, att vissa av de i kalkylräntan ingående parametrarna bestäms utifrån ett långsiktigt perspektiv. Detta är emellertid inte samma sak som att bestämma en *kalkylränta* som ska vara "stabil" över många tillsynsperioder. Det bör således stå helt klart att den kalkylränta som fastställs inom ramen för detta mål endast tar i beaktande vad som är nätföretagens rimliga kapitalkostnader under *tillsynsperioden 2012-2015*.
- 3.10 Som Ernst & Young påpekar i sitt nya utlåtande leder perspektivet med en över flera tillsynsperioder stabil kalkylränta till att nätföretagen kommer att antingen över- eller underkompenseras under respektive tillsynsperiod. Detta leder i sin tur till felaktiga investeringssignaler för nätföretagen. Under perioder med underkompensation kommer minimalt med investeringar ske av rationella aktörer.²⁰ Ett sådant synsätt skulle även leda till betydande osäkerhet om i vilken utsträckning kalkylräntan bör justeras inför kommande tillsynsperioder. Om kalkylräntan, på det sätt som i vart fall nätföretagens sakkunniga förordar, har fastställts utifrån perspektivet att den ska vara stabil på lång sikt kan det göras gällande att t.ex. en uppgång i det allmänna ränteläget inte ska beaktas inför kommande tillsynsperioder,

²⁰ Se s 3 f. i Ernst & Youngs utlåtande (2014).

men någon tydlighet i detta avseende föreligger inte. Därutöver kan noteras att vare sig Ei eller domstolarna ens har rättslig möjlighet att slå fast en stabil kalkylränta för längre tid än en tillsynsperiod.

- 3.11 Sammanfattningsvis kan konstateras att en WACC/kalkylränta som är långsiktig i den meningen att den sträcker sig över hela tillsynsperioden inte skiljer sig från de "momentana" uppskattningar av rimlig WACC som Ei:s beslut baserat sig på. Det kan vidare konstateras att en bedömning av rimlig kalkylränta under tillsynsperioden 2012-2015 inte ska påverkas av vad som kan tänkas vara en rimlig kalkylränta betraktat som ett genomsnitt över många tillsynsperioder, på det sätt som nätföretagens sakkunniga förespråkar.

4 SKATTEKREDITEN

4.1 Allmänt om skattekredit och s.k. överavskrivningar

- 4.1.1 Vid beräkning av WACC enligt traditionell metod erhålls ett avkastningskrav efter skatt. Skälet till detta är att aktieägarna normalt är intresserade av bolagets vinst efter det att skatten har betalats.
- 4.1.2 Ei har i sina beräkningar utgått från en real kalkylränta före skatt. Anledningen är att det med rimlig avkastning enligt 5 kap. 6 § ellagen avses en avkastning före skatt varför samtliga beräkningar bakom den angivna intäktsramen ska behandlas på detta sätt. Detta innebär att framräknad WACC efter skatt måste räknas om till WACC före skatt.
- 4.1.3 Vid omräkning av WACC efter skatt till WACC före skatt har Ei använt den s.k. standardmetoden. Denna metod innebär att WACC efter skatt divideras med (1 - skattesatsen). Som skattesats har använts en schablonmässig skatt om 26,3 procent, vilket motsvarar den vid besluten om intäktsram gällande bolagsskattesatsen²¹.
- 4.1.4 Genom att en schablonmässig skattesats används tas inte hänsyn till exempelvis överavskrivningar. Med överavskrivningar avses sådana skattemässiga avskrivningar som är tillåtna utöver de planmässiga avskrivningarna. Ett nätbolag kan exempelvis beräkna livslängden på en tillgång eller ett inventarium till 25 år och skriver således av detta med fyra procent årligen i redovisningen. Skattereglerna tillåter emellertid en avskrivningstakt på 20 procent per år under fem år. Detta får till följd att det

²¹ Att notera är att efter den lagändring som trädde ikraft den 1 januari 2013 är bolagsskattesatsen 22 procent. Det är således den bolagsskattesats som gäller för åren 2013-2015, dvs. för ¾ av tillsynsperioden. En schablonmässig bolagsskattesats för tillsynsperioden 2012-2015 uppgår efter lagändringen i verkligheten till 23,15 procent. Detta var dock inte känt vid tidpunkten för besluten om intäktsramar.

skattemässiga resultatet blir lägre än det bokföringsmässiga under de första fem åren. Under de efterföljande 20 åren görs fortsatta avskrivningar i redovisningen under det att inventariet skattemässigt redan är avskrivet, vilket leder till att det skattemässiga resultatet under denna period blir högre än det redovisningsmässiga. Genom att den skattemässiga avskrivningstakten tidigareläggs i förhållande till den bokföringsmässiga erhåller nätbolaget en räntefri skattecredit.

- 4.1.5 Enligt ICECAPITAL:s utlåtande²² tillämpas överavskrivningar hos majoriteten av de svenska nätföretagen. Detta innebär att den effektiva skattesatsen hos nätföretagen i stort, beräknad som $((\text{rörelseresultat} - \text{överavskrivningar}) \times \text{schablonskatt}) / \text{rörelseresultat}$, under mätperioden²³ varit väsentligt lägre än den schablonmässiga skattesatsen om 26,3 procent. Även beaktande det faktum att den skattelättnad som överavskrivningarna innebär inte är definitiv, utan utgör en kredit, bör detta förhållande beaktas vid omräkning av WACC efter skatt till WACC före skatt.
- 4.1.6 Slutsatsen av ovanstående är att om en schablonmässig skattesats motsvarande bolagsskattesatsen används vid omräkning av WACC efter skatt till WACC före skatt blir resultatet inte rättvisande, eftersom nätbolagens effektiva skattesats med hänsyn tagen till överavskrivningar regelmässigt understiger den schablonmässiga. Resultatet behöver således justeras för att ta hänsyn till de skattecrediter som nätföretagen har möjlighet att genomföra.

4.2 Ei:s metod för att ta hänsyn till skattecredit

- 4.2.1 Nätföretagen har på sätt som redovisats ovan genom skattemässiga överavskrivningar möjlighet att bygga upp obeskattade reserver och därigenom kunna erhålla en räntefri kredit på skattebetalningarna.
- 4.2.2 Av den utredning som Ei lät göra innan sina beslut om intäktsramar framkom, bl.a. genom rapporter från Grant Thornton, Ernst & Young och ICECAPITAL, att kalkylräntan generellt sett överskattas om ett nätföretag gör överavskrivningar. Vidare har framkommit att flertalet av de svenska nätföretagen använder sig av skattemässiga överavskrivningar²⁴. Dessa obeskattade reserver (kumulerade överavskrivningar) uppgår enligt nätföretagens egna årsrapporter till Ei och tillgängliga årsredovisningar till ca 68,5 miljarder kronor år 2009. Det är således fråga om betydande belopp. Även professorerna Stefan Yard och Jan Bergstrand har i olika utlåtanden framfört uppfattningen att skattecrediten är en faktor som måste

²² Utlåtande "WACC år 2009" av ICECAPITAL daterat september 2010 (finns som bilaga 3 till bilaga 3 till Ei:s beslut om intäktsram)

²³ År 2005-2009.

²⁴ Jmf ICECAPITAL:s utlåtande sid 10 där det framgår att ca 54 procent av nätföretagen löpande över en femårsperiod gör överavskrivningar.

tas hänsyn till vid bestämmande av kalkylränta före skatt. På sätt som redovisats ovan vidhåller Ei:s sakkunniga att skattekrediten har en påverkan och bör eller rent av ska beaktas.

- 4.2.3 Ei fann efter sin utredning som finns presenterad i bilaga 3 (med underbilagor) till besluten om intäktsramar²⁵ att förekomsten av överavskrivningar leder till att kalkylräntan överskattas när en omräkning sker från WACC efter skatt till WACC före skatt. Efter överväganden som redovisas där ansåg Ei att justering av kalkylräntan för att beakta skatteeffekten bör göras med ett genomsnitt av de 0,0-0,6 procentenheter som ICECAPITAL bedömt utgöra påverkan av skattekrediten, dvs 0,3 procentenheter för tillsynsperioden 2012-2015. Ei använde därefter en genomsnittlig kalkylränta om 5,5 procent baserad på Grant Thorntons och Ernst & Youngs bedömning och justerade den med 0,3 procentenheter till 5,2 procent.
- 4.2.4 I syfte att kontrollera rimligheten av en kalkylränta före skatt om 5,2 procent genomförde Ei den analys av kalkylräntans nivå som framgår av underbilaga 4²⁶ till bilaga 3. I denna analys har ett stort antal justeringar gjorts, som syftar till att slutligt bedöma vilken nivå på kalkylräntan som är rimlig, oaktat vilken ansats som väljs för ingående parametrar²⁷. Även utifrån denna analys fann Ei att 5,2 var en rimlig WACC (real kalkylränta före skatt) för aktuell period.
- 4.2.5 Utifrån båda dessa synsätt fann Ei sammantaget att det finns underlag för att göra bedömningen att, med hänsyn tagen till påverkan av den räntefria skattekrediten, en real kalkylränta före skatt på 5,2 procent var rimlig att tillämpa för tillsynsperioden 2012-2015.

4.3 **Analys av utgången i förvaltningsrätten**

- 4.3.1 Förvaltningsrätten har uttryckt att den delar Ei:s uppfattning att förekomsten av överavskrivningar leder till att kalkylräntan överskattas när en omräkning sker från WACC efter skatt till WACC före skatt.
- 4.3.2 Ei har i sin metod utgått ifrån att kalkylräntan ska beakta elnätsföretagen möjlighet att erhålla skattefria krediter men funnit att det föreligger osäkerhet om vilken närmare justering som behöver göras. ICECAPITAL fann i sin utredning att justeringen av kalkylräntan bör ligga i intervallet 0,0 – 0,6 procentenheter. Ei beslutade därför, försiktigtvis, att den justering av kalkylräntan som ska ske för alla nätföretag i syfte att beakta skatteeffekten bör göras med ett medelvärde av 0,0-0,6 procentenheter, dvs 0,3 procentenheter. Att notera är att en sådan justering av

²⁵ PM 2011:07 – "Kalkylränta i elnätsverksamhet"

²⁶ PM 2011:07, bilaga 4 – "Analys av parametrar i kalkylränteberäkning mm"

²⁷ Se PM 2011:07, bilaga 4, sid. 21.

kalkylräntan om 0,3 procentenheter motsvarar en effektiv skattesats om 21,6 procent och inte som förvaltningsrätten angivit en effektiv skattesats om 20 procent.

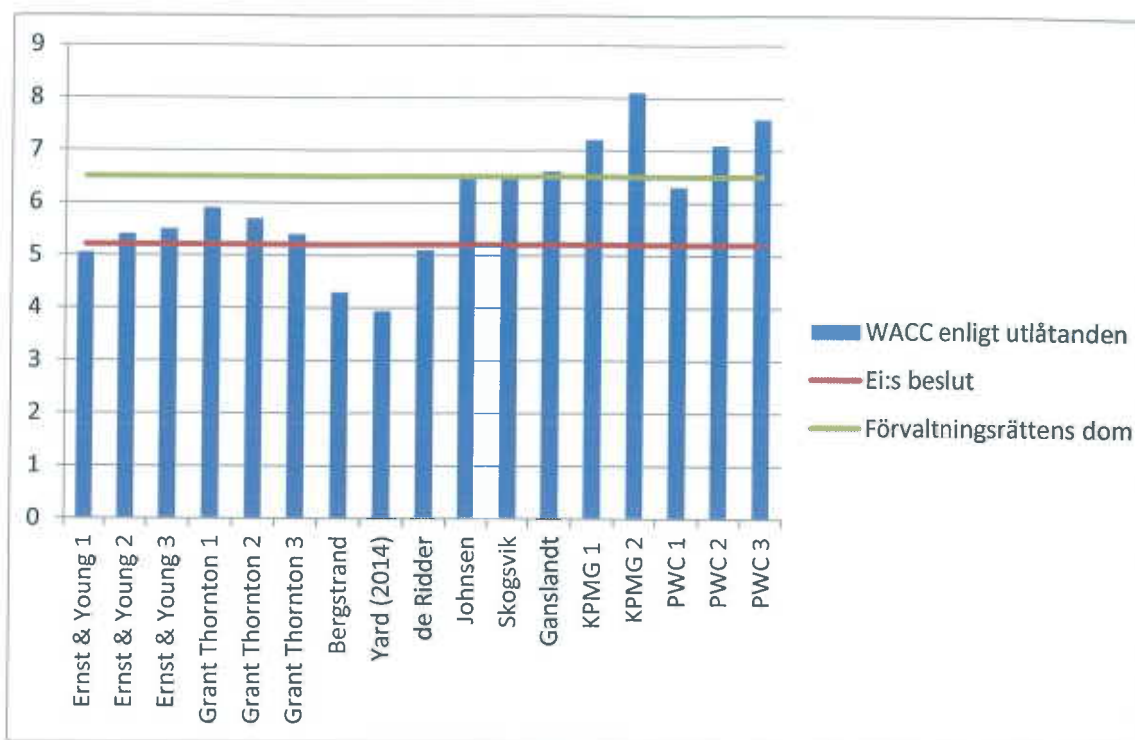
- 4.3.3 Förvaltningsrätten har underkänt Ei:s metod eftersom med motiveringen att möjligheterna till skattemässiga överavskrivningar skiljer sig åt mellan olika nätföretag och att en generell justering, "*på det sätt som Energimarknadsinspektionen har gjort*", innebär att enskilda företag missgynnas. Ei menar dock att genom användande av medelvärdet för skattekreditens påverkan på kalkylräntan har alla nätföretag behandlats lika oavsett vilka ingångsvärden det enskilda nätföretaget har. En metod som inte tar hänsyn alls till skattekreditens påverkan ger ett alltför missvisande utfall för att alls vara rimligt.
- 4.3.4 Utav Stefan Yards senaste utlåtande²⁸ framgår att det är orimligt att skattefria räntekrediter behandlas som om de vore räntebärande skulder vilket blir följderna av förvaltningsrättens underkännande av justeringen för skattefria räntekrediter.
- 4.3.5 Ei vidhåller att hänsyn ska tas till s.k. skattekrediter vid bestämmande av real WACC före skatt och att det, baserat på utredningen och de inhämtade utlåtandena, är rimligt att använda ett medelvärde av den påverkan skattekrediten har för att justera kalkylräntan i sänkande riktning.

5 SAMMANFATTANDE SYNUNKTER AVSEENDE KALKYLRÄNTA FÖR TILLSYNSPERIODEN 2012-2015

- 5.1 I målen avseende intäktsramar har ett större antal experter lämnat utlåtanden avseende vad som är en rimlig vägd kapitalkostnad (WACC eller kalkylränta före skatt) för nätföretag. I nedanstående diagram visas översiktligt resultatet av dessa utlåtanden.

²⁸ Bilaga 4 ovan sid . 5f.

Diagram: Estimat av WACC i mål avseende intäktsramar.



Ei beslut, 5,2 procent (hänsyn till skattekredit).

Förvaltningsrättens dom, 6,5 procent (ej hänsyn till skattekredit).

*För precisering av de i diagrammet ingående utlåtandena samt kommentarer – se **bilaga 5**.*

5.2

Av sammanställningen framgår att experternas uppskattningar av en rimlig WACC varierar mellan 3,9 procent och som mest upp till 8,1 procent. Det torde ha framgått av detta yttrande samt tidigare yttranden i förvaltningsrätten att resultatet vid en uppskattning av WACC varierar kraftigt beroende på vilka antaganden som görs i samband med beräkningen. Sådana antaganden görs på många punkter vid fastställande av de enskilda parametrar som ingår i WACC och det finns inte utrymme att i detta sammanhang kommentera varje antagande i varje utlåtande som lämnats in i målen.

5.3

I vissa fall har det dock gjorts antaganden som får mycket stor effekt på den WACC som redovisas. Utlåtandena från Ganslandt, KPMG och PWC utmärker sig genom att ange de högsta nivåerna för WACC. Det som bör noteras är att dessa tre utlåtanden alla utgår från ansatsen att det ska fastställas en kalkylränta som ska vara stabil

under lång tid, det vill säga för att antal tillsynsperioder framåt i tiden.²⁹ Dessa utlåtanden behandlar således en annan fråga än vad som är en lämplig kalkylränta/rimlig avkastning för tillsynsperioden 2012-2015. Det kan därmed ifrågasättas om dessa utlåtanden är relevanta för bedömning av den fråga som kammarrätten har att ta ställning till.

- 5.4 I övrigt kan konstateras att den kalkylränta exklusive skattecredit som Ei beslutat om, det vill säga 5,5 procent, håller sig väl inom de uppskattningar som sakkunniga gjort, särskilt om de uppskattningar som syftar till att fastställa en stabil kalkylränta för många tillsynsperioder lämnas utanför bedömningen. Vidare noteras att de sakkunniga som valt att ta med nätföretagens skattecrediter i bedömningen menar att påverkan av skattecrediten i själva verket är väsentligt större än de 0,3 procent som Ei tillämpat och därigenom når uppskattningar av WACC som är betydligt lägre än den av Ei tillämpade 5,2 procent.
- 5.5 Det bör också noteras att den WACC om 5,5 procent exklusive skattecrediter som Ei utgått från när besluten om intäktsramar fattades under 2011 stämmer mycket väl överens med de uppdaterade beräkningar som nu genomförts. Genomsnittet av Ernst & Youngs och Grant Thorntons uppskattningar av WACC för hela tillsynsperioden 2012-2015 uppgår till 5,55 procent. Genomsnittet av samma experters beräkningar av verkligt utfall hittills under tillsynsperioden uppgår till 5,45 procent. Det kan således konstateras att det numera tillgängliga underlaget med viss precision bekräftar den bedömning Ei gjorde i samband med beslut om intäktsramar.
- 5.6 Det kan slutligen konstateras att den av Ei applicerade kalkylräntan generellt sett är högre än de motsvarande kalkylräntor och avkastningstak som tillämpas i de nordiska grannländerna.
- 5.7 Sammanfattningsvis gör Ei därmed gällande att den av Ei tillämpade kalkylräntan tillgodoser nätföretagens rätt till rimlig avkastning för tillsynsperioden 2012-2015.

Göteborg den 31 mars 2014


Jörgen Larsson


Tobias Bengtsson


Ida Odélius

²⁹ PWC:s utlåtande innehåller dock även uppskattningar av momentan kalkylränta respektive kalkylränta för perioden 2012-2015.