



**FÖRVALTNINGSRÄTTEN
I LINKÖPING**

DOM
2016-12-14
Meddelad i Linköping

Mål nr
4711-15 m.fl.

KLAGANDE

Se bilaga 1

Ombud för samtliga: Advokaterna Torgny Wetterberg och Kristoffer Ribbing samt biträdande juristen Dennis Carlsson
A1 Advokater KB
Riddargatan 13 A
114 51 Stockholm

MOTPART

Energimarknadsinspektionen
Box 155
631 03 Eskilstuna

ÖVERKLAGADE BESLUT

Se bilaga 1

SAKEN

Fastställande av intäktsram enligt ellagen (1997:857) för tillsynsperioden 2016–2019

FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE

1. Förvaltningsrätten beslutar att den reala kalkylräntan före skatt vid beräkningen av klagandenas intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019 ska vara 5,85 procent.
2. Förvaltningsrätten överlämnar till Energimarknadsinspektionen att beräkna intäktsramen för respektive klagande till faktiskt belopp.

Dok.Id 262460

Postadress	Besöksadress	Telefon	Telefax	Expeditionstid
Box 406	Brigadgatan 3	013-25 11 00	013-25 11 40	måndag–fredag
581 04 Linköping		E-post: forvaltningsratten@linkoping@dom.se		08:00-16:00
		www.forvaltningsratten@linkoping.domstol.se		

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE	1
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	2
BAKGRUND	4
YRKANDEN	5
<i>Elnätsföretagen</i>	5
<i>Energimarknadsinspektionen</i>	5
VAD ELNÄTSFÖRETAGEN ANFÖRT	6
<i>Långsiktighet</i>	6
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	7
<i>Risikfri ränta</i>	8
<i>Marknadsriskpremie</i>	9
<i>Betavärde</i>	10
<i>Särskild riskpremie</i>	11
<i>Kreditriskpremie</i>	13
<i>Inflation</i>	14
<i>Vattenfall och E.ON</i>	14
VAD ENERGIMARKNADSINSPEKTIONEN ANFÖRT	14
<i>Långsiktighet</i>	14
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	15
<i>Risikfri ränta</i>	17
<i>Marknadsriskpremie</i>	23
<i>Särskild riskpremie</i>	24
<i>Kreditriskpremie</i>	27

SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET	28
<i>Utgångspunkter för förvaltningsrättens prövning</i>	28
<i>Lågsiktighet</i>	29
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	32
<i>Risikfri ränta</i>	34
Ett långsiktigt perspektiv	34
Den underliggande tillgången	35
Löptidsdifferens	38
<i>Marknadsriskpremie</i>	39
<i>Betavärde</i>	41
<i>Särskild riskpremie</i>	42
<i>Kreditriskpremie</i>	44
<i>Inflation</i>	45
<i>Slutsatser</i>	46
HUR MAN ÖVERKLAGAR	47
SKILJAKTIG MENING	48

BAKGRUND

Klagandena (elnätsföretagen) bedriver elnätsverksamhet. Elnätsföretagen har hos Energimarknadsinspektionen föreslagit intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019. Energimarknadsinspektionen har fastställt intäktsramen för respektive elnätsföretag till ett lägre belopp än det föreslagna beloppet.

I bilaga 1 finns en förteckning över samtliga klagande som omfattas av denna dom, målnummer hos förvaltningsrätten, föreslagen intäktsram, beslutad intäktsram i 2014 års prisnivå samt uppgifter om Energimarknadsinspektionens beslut. Fem elnätsföretag – Mjölby Kraftnät AB (mål nr 4886-15), Mölndal Energi Nät AB (mål nr 6352-15), Norrtälje Energi AB (mål nr 6958-15), Oskarshamn Energi Nät AB (mål nr 6811-15) och Staffanstorps Energi AB (mål nr 6264-15) – som också företräds av A1 Advokater har framställt företagsspecifika yrkanden. Förvaltningsrätten har denna dag meddelat separata domar i dessa mål.

Intäktsramen består av två huvuddelar: löpande kostnader och kapitalkostnader. De löpande kostnaderna består av påverkbara och opåverkbara kostnader. Kapitalkostnaderna består av kostnader för kapitalförslitning (avskrivning) och kostnader för kapitalbindning (avkastning). Av de delar som ingår i intäktsramen är endast nivån på avkastningen aktuell i dessa mål. Avkastningen beräknas med en real kalkylränta före skatt. Energimarknadsinspektionen har vid sin prövning av vad som utgör rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten fastställt kalkylräntan till 4,53 procent. Skälen för detta framgår av bilaga 2. På sidan 15 i bilaga 2 anges samlat vilka värden inspektionen åsatt de olika parameterar som ligger till grund för kalkylräntan.

YRKANDEN**Elnätsföretagen**

Elnätsföretagen yrkar att förvaltningsrätten fastställer att en real kalkylränta före skatt om 6,28 procent (eller den högre eller lägre kalkylränta som förvaltningsrättens prövning må leda till) ska användas vid beräkningen av intäktsramen för tillsynsperioden 2016–2019.

Elnätsföretagen yrkar att förvaltningsrätten överlämnar till Energimarknadsinspektionen att, med tillämpning av den av förvaltningsrätten fastställda kalkylräntan enligt ovan, beräkna elnätsföretagens intäktsram för tillsynsperioden 2016–2019 till faktiskt belopp.

Elnätsföretagen har åberopat flera skrivelser från myndigheter m.m., bl.a. följande rapporter från sakkunniga.

- *Angående estimering av vägd kapitalkostnad för svenska elnätsföretag* av professor Kenth Skogsvik, daterad den 18 maj 2016,
- *Long-term risk-free rates and their use in cost of capital calculations* av Navigant Consulting, Inc, daterad den 27 maj 2016,
- *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet* av Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB (PwC), daterad den 27 maj 2016, samt
- *Kommentarer – Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet* av PwC, daterad den 11 oktober 2016.

Energimarknadsinspektionen

Energimarknadsinspektionen medger att de överklagade besluten ändras på så sätt att den reala kalkylräntan före skatt fastställs till 4,56 procent, vilket

medför en nominell kalkylränta och därmed en omvandlingsränta om 6,68 procent. Energimarknadsinspektionen anser att förvaltningsrätten bör överlämna till inspektionen att med tillämpning av den justerade kalkylräntan beräkna elnätsföretagens intäktsramar till faktiskt belopp. Energimarknadsinspektionen bestrider i övrigt ändring av de överklagade besluten.

Energimarknadsinspektionen har åberopat flera skrivelser från myndigheter m.m., bl.a. rapporten *WACC för elnätsföretag för tillsynsperioden 2016–2019. Kommentarer till yttranden från elnätsföretagen* av Ernst & Young AB, daterad den 25 augusti 2016.

VAD ELNÄTSFÖRETAGEN ANFÖRT

Långsiktighet

Vid fastställandet av kalkylräntan är en fundamental utgångspunkt att ett långsiktigt och stabilt synsätt ska anläggas. Detta synsätt har slagits fast av lagstiftaren och i praxis. Synsättet ska därmed utgöra utgångspunkten för bedömningen av skälig kostnadstäckning och rimlig avkastning enligt 5 kap. 6 § ellagen. Såsom kammarrätten konstaterade i sina domar avseende elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012–2015 ska ett långsiktigt perspektiv anläggas när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs.

För att begränsa risken för framtida tvister inom intäktsramsregleringen är det viktigt att en tydlig, konsekvent, transparent och repetitiv tillämpning av gällande regelverk fastställs så långt detta är möjligt.

Kapitalstruktur och jämförelsebolag

Energimarknadsinspektionen har ändrat skuldandelen från 37 procent, som gällde under föregående tillsynsperiod, till 52 procent i de nu överklagade besluten. Detta innebär att kalkylräntan sänks. Det enda motivet till ändringen är att myndigheten utgått från ett nytt urval av jämförelsebolag i förhållande till tidigare tillsynsperiod.

Energimarknadsinspektionen har utgått från endast fem jämförelsebolag. De fem jämförelsebolagen uppvisar på avgörande punkter sådana skillnader mot svenska elnätsföretag att de inte är jämförbara för fastställande av skuldandel. De fem jämförelsebolagen är mycket stora bolag som alla är börsnoterade, bedriver stamnätsverksamhet och har geografisk hemvist i andra länder än Sverige. Att jämförelsebolagen inte är representativa för bedömning av skuldandel får stöd av professor Kenth Skogsvik.

Det har sedan kammarrättens avgöranden inte inträffat någon yttre omständighet som medför att det finns anledning att förändra synen på hur ett svenskt elnätsföretag bör finansieras med eget respektive lånat kapital. På sätt som kammarrätten särskilt påtalat måste en ändring av ett tidigare välmotiverat ställningstagande bygga på en grundlig utredning och noggranna överväganden. Genom den eliminering till endast fem jämförelsebolag som Energimarknadsinspektionen gjort i förhållande till tidigare tillsynsperiod har valet av enskilda jämförelsebolag blivit extremt kritiskt. De tydliga och relevanta skillnader som råder mellan jämförelsebolagen och elnätsföretagen medför att Energimarknadsinspektionen saknat en sådan grundlig utredning och underlåtit att göra sådana noggranna överväganden som kammarrätten angivit som en förutsättning för ändringar. I avsaknad av sådan utredning, och då det vid Energimarknadsinspektionens beslut inte har inträffat några nya förhållanden jämfört med tillsynsperioden 2012–2015 för hur elnätsföretagen finansierar sig, måste kammarrättens bedöm-

ning och slutsats avseende skuldandel bli styrande även för tillsynsperioden 2016–2019. Skuldandelen ska därför ändras till 37 procent.

Risikfri ränta

Den riskfria räntan ska spegla investeringarnas tidhorisont och ska baseras på en löptid som sammanfaller med investeringarnas livslängd, vilket för elnätföretagens del uppgår till 40 år för en stor majoritet av tillgångarna. Ett långsiktigt och stabilt perspektiv ger en riskfri ränta om i vart fall 4,0 procent oavsett vilken metod som används.

Energimarknadsinspektionen har i sina beslut utgått från ett fyraårigt perspektiv vid fastställande av riskfri ränta. Förvaltningsrätten har i domar den 1 februari 2016 gällande intäktsramar för naturgasföretag slagit fast att detta perspektiv är alltför kortsiktigt och därför står i strid med naturgaslagen. Förvaltningsrätten ansåg att Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan var lämplig att använda för att fastställa den riskfria räntan. Förvaltningsrätten fastställde alltså inte bara storleken på den riskfria räntan, utan angav också en repetitiv metodik för hur den riskfria räntan ska beräknas. Förvaltningsrättens metodik har, även om den bara har ett nioårigt framåtblickande perspektiv, flera fördelar. Metoden är t.ex. förutsebar, transparent och repetitiv. Elnätsföretagen är därför beredda att acceptera den av förvaltningsrätten valda metodiken för fastställande av riskfri ränta. Vid en tillämpning av den metodik som förvaltningsrätten angivit i naturgasmålen blir den riskfria ränta som nu ska tillämpas 3,7 procent.

Även Vattenfall m.fl. (förvaltningsrättens mål nr 4712-15 m.fl.) och E.ON (förvaltningsrättens mål nr 4794-15 m.fl.), som företräds av andra ombud, accepterar den metodik som förvaltningsrätten använde i naturgasmålen för att fastställa den riskfria räntan, men anser att det krävs en på visst sätt

beräknad löptidspremie för att beakta det långsiktiga perspektivet.
Elnätsföretagen har inte någon invändning mot detta.

Marknadsriskpremie

Energimarknadsinspektionen menar att en höjning av den riskfria räntan från 2,8 procent till 3,7 procent ska föranleda en lika stor sänkning av marknadsriskpremien, från 5,8 procent till 4,9 procent.

Övergripande gäller att en hög riskfri ränta kan ge motiv för en låg marknadsriskpremie och tvärtom. Här råder ett visst samband, som dock inte på något sätt är absolut eller matematiskt.

Energimarknadsinspektionen stöder sitt resonemang på formeln $MRP = R_m - R_f$, innebärande att marknadsriskpremien (MRP) utgörs av marknadens förväntade avkastning (R_m) minskad med riskfri ränta (R_f). Energimarknadsinspektionen utgår vid beräkningen från att R_m är 8,6 procent, vilket är en summering av den av myndigheten fastställda riskfria räntan (2,8 procent) och marknadsriskpremien (5,8 procent). Energimarknadsinspektionen begår dock ett allvarligt tankefel. Om Energimarknadsinspektionen hade fastställt den riskfria räntan och marknadsriskpremien i direkt koppling till varandra, på det sätt som formeln anger, hade det funnits anledning att reflektera över om en höjning av den riskfria räntan borde föranleda en sänkning av marknadsriskpremien. Energimarknadsinspektionens beräkning av marknadsriskpremien och myndighetens beräkning av den riskfria räntan hade dock inte någon sådan matematisk koppling. Tvärtom fastställde Energimarknadsinspektionen marknadsriskpremien fristående från hur den riskfria räntan fastställdes. Marknadsriskpremien bestämdes utifrån en historisk analys och den riskfria räntan utifrån en prognos över framtiden. Det finns därför inte anledning att reflektera över om en automatisk justering av marknadsriskpremien ska ske.

Det finns inte någon praxis om hur marknadsriskpremien ska beräknas. Vare sig kammarrättens domar avseende föregående tillsynsperiod eller förvaltningsrättens domar i naturgasmålen ger någon närmare vägledning. Den av Energimarknadsinspektionen beslutade marknadsriskpremien har utgått från ett bakåtblickande perspektiv. Om förvaltningsrätten anser att Energimarknadsinspektionens metodik varit felaktig kan det finnas skäl att göra en annan bedömning av marknadsriskpremien. Det finns då anledning att utgå från den utredning som Energimarknadsinspektionen hade att tillgå då besluten fattades. Ernst & Youngs rapport var det enda underlag som hade ett framåtblickande perspektiv på marknadsriskpremien. Ernst & Young uppskattade premien för vart och ett av åren 2016–2019 och beräknade marknadsriskpremien till 5,56 procent som ett genomsnitt av de aktuella åren.

Ernst & Youngs metod för fastställande av marknadsriskpremien kan dessutom anpassas till förvaltningsrättens metod för fastställande av riskfri ränta i naturgasmålen. Istället för att använda tillsynsperioden som tidsperspektiv kan marknadsriskpremien metodmässigt beräknas med samma tidsperspektiv som den riskfria räntan, dvs. för åren 2016–2024. Med användande av de prognoser som Ernst & Young gjort för åren 2016–2018 och därefter med beaktande av Ernst & Youngs bedömning av en marknadsriskpremie om 5,0 procent i ett normalare ränteläge för åren 2019–2024 erhålls en genomsnittlig marknadsriskpremie om 5,25 procent. Därmed skapas en repetitiv metod för fastställande av marknadsriskpremien som ansluter till den av förvaltningsrätten i naturgasmålen fastställda metoden för fastställande av riskfri ränta.

Betavärde

Energimarknadsinspektionen har angett equity beta (aktiebeta) till 72 procent. Med skuldandelen 52 procent motsvarar detta ett asset beta (tillgångsbeta) på 39 procent. Eftersom skuldandelen är felaktig är även beta

felaktigt. Kammarrätten fastställde asset beta till 38 procent. Med skattesatsen 22 procent och den av kammarrätten fastställda skuldandelen 37 procent motsvarar det ett equity beta på 55 procent.

Särskild riskpremie

Den särskilda riskpremien ska kompensera elnätsföretagen för så kallade icke-systematiska risker såsom regulatoriska risker, kassaflödesrisker och strukturella risker. Den särskilda riskpremien utgör ett tillägg till avkastningen på eget kapital utöver det som betavärdet ger. Det föreligger en tydlig riskskillnad mellan svenska elnätsföretag och Energimarknadsinspektionens jämförelsebolag. Denna skillnad motiverar ett särskilt riskpremietillägg. Energimarknadsinspektionens beslut att ta bort den särskilda riskpremien saknar stöd i myndighetens egen utredning, som tvärtom ger stöd för tillämpningen av en särskild riskpremie. Borttagandet av den särskilda riskpremien står också i strid med många års konsekventa bedömningar gjorda av Energimarknadsinspektionen och med nyligen fastlagd praxis. Elnätsföretagens risk har inte minskat jämfört med tidigare år.

Energimarknadsinspektionen menar att svenska elnätsföretag inte har högre risk än jämförelsebolagen. Det finns anledning att påpeka att även om jämförelsebolagen vore identiska med svenska elnätsföretag – vilket de inte är – påverkar det inte bedömningen av om det i kalkylränteberäkningen ska ingå en särskild riskpremie. De icke-systematiska risker som här avses beaktas inte av CAPM. Identiska jämförelsebolag utesluter således inte en särskild riskpremie. Därtill föreligger tydliga olikheter mellan jämförelsebolagen och elnätsföretagen. Energimarknadsinspektionen anser att jämförelsebolagen för tillsynsperioden 2012–2015 hade högre risk jämfört med de fem jämförelsebolag som myndigheten använder för tillsynsperioden 2016–2019. Trots detta ansåg Energimarknadsinspektionen att en särskild riskpremie om 0,5 procent erfordrades för tillsynsperioden 2012–

2015. Såväl förvaltningsrätten som kammarrätten ansåg att en särskild riskpremie om 1,0 procent var motiverad.

För tillsynsperioden 2016–2019 har Energimarknadsinspektionen, utan någon särskild utredning, tagit bort den särskilda riskpremien med ett blankt påstående att de fem jämförelsebolagen ”har en liknande riskprofil som de svenska elnätsföretagen”. Det är tvärtom uppenbart att sådan likhet inte föreligger. De fem jämförelsebolagen är europeiska stamnätsföretag, som i grunden har en annan risk för sin verksamhet än vad svenska region- och lokalnätsföretag har. Stamnätsföretag har en ytterst liten kundrelaterad risk. De enda kunder som stamnätsföretag har är regionnätsföretag och större producenter. Dessa kunder har en helt annan ekonomisk stabilitet än de kunder som svenska elnätsföretag har. Mindre elnätsföretag har ofta ett större beroende av en eller ett par stora kunder. Det finns därför konkreta risker att en sådan kund försvinner med följderna att gjorda investeringar blir meningslösa och att elnätsföretagen går miste om intäkter. Energimarknadsinspektionen hävdar felaktigt att detta förhållande inte utgör en reell risk med hänvisning till att elnätsföretagen kan ta ut högre intäkter av resterande kundkollektiv. Energimarknadsinspektionen bortser då från att elnätsföretagens verklighet inte ser ut så.

Jämförelsebolagen och de svenska elnätsföretagen bedriver inte samma verksamhet, regleras inte av samma lagregler och arbetar under olika ekonomiska förutsättningar. Regleringen i de europeiska länderna har stora skillnader även om ramverket på EU-nivå ser likartat ut. Det finns inte någon utredning som visar att de svenska elnätsföretagens regulatoriska risk skulle vara liknande jämförelsebolagens regulatoriska risk.

Skillnaden i storlek mellan jämförelsebolagen och svenska elnätsföretag är enorm och medför att risken aldrig kan vara identisk. Majoriteten av de svenska lokalnätsföretagen har en årlig omsättning som uppgår till ca 50

miljoner kronor. Medelvärde för de fem jämförelsebolagens omsättning uppgår till ca 50 miljarder kronor. Följande exempel på storleksrelaterade risker kan nämnas.

Mindre företag har ett avsevärt större beroende av några få nyckelpersoner än vad stora stamnätsföretag har. Små företag har inte heller samma ekonomiska möjligheter att anställa många kompetenta personer.

De fem jämförelsebolagen har helt andra möjligheter att finansiera sig via obligationsmarknaden än vad ett genomsnittligt svenskt elnätsföretag har. Detta innebär uppenbara och större risker för svenska elnätsföretag än för jämförelsebolagen.

Svenska elnätsföretag är i huvudsak inte börsnoterade, vilket innebär att likviditeten i tillgången – dvs. möjligheten att avyttra eller omsätta innehavet – är väsentligt lägre än för de fem börsnoterade jämförelsebolagen. En investerare som köper ett svenskt elnätsföretag har inte någon möjlighet att snabbt avyttra sitt innehåll för att göra en alternativ investering till samma eller bättre villkor.

Kreditriskpremie

För att bestämma kreditriskpremien bör en repetitiv metod användas. Den metod som Ernst & Young (och Energimarknadsinspektionen) använt för att fastställa kreditriskpremien är i huvudsak acceptabel och kan användas inför varje tillsynsperiod. Vid genomgång och kontroll av Ernst & Youngs beräkningar synes dock ett räknefel ha begåtts. Om elnätsföretagens beräkningar är riktiga ska kreditriskpremien fastställas till 1,8 procent i stället för 1,73 procent.

Inflation

Den riskfria räntan ska beräknas som ett genomsnitt av Konjunkturinstitutets nioåriga prognos av den 10-åriga statsobligationsräntan. Vid omräkning till en real kalkylränta ska samma inflationsförväntan användas som Konjunkturinstitutet använt vid sin bedömning av den riskfria räntan. Konjunkturinstitutets prognos från andra kvartalet 2015 ger en genomsnittlig inflationsförväntan om 2,02 procent för åren 2016–2024.

Vattenfall och E.ON

Elnätsföretagen åberopar reservationsvis allt som anförts av Vattenfall m.fl. och E.ON .

VAD ENERGIMARKNADSINSPEKTIONEN ANFÖRT**Långsiktighet**

Den beslutade kalkylräntan ger elnätsföretagen en rimlig avkastning samtidigt som den av elnätsföretagen yrkade kalkylräntan inte är rimlig för tillsynsperioden. Skillnaden i totala intäktsramar för samtliga elnätsföretag vid en användning av den beslutade kalkylräntan och den av elnätsföretagen högsta yrkade kalkylräntan uppgår till 10 833 810 903 kr, eller mer än 2 000 kr per kund.

Energimarknadsinspektionen har inte frångått kammarrättens övergripande bedömning om att ett långsiktigt tidsperspektiv ska användas vid fastställandet av kalkylräntan. Det tidsperspektiv som Energimarknadsinspektionen använt är långsiktigt i finansiella sammanhang. Långsiktigheten ligger i den underliggande tillgångens löptid. Om kalkylräntan inte bestäms utifrån en bedömning för tillsynsperioden innebär det att den inte kommer att spegla

de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven. Resultatet är att den avkastning som erbjuds inom elnätssektorn i de flesta fall kommer att gå i otakt med ekonomin i övrigt. För att säkerställa att ägarna inte blir systematiskt överkompenserade på kundernas bekostnad är det nödvändigt med vissa fluktuationer av kalkylräntan mellan tillsynsperioder beroende på ränteläget.

Det är viktigt att domstolen gör en fullständig bedömning av vilken metod som ger det mest rimliga resultatet, även om denna metod för den nu aktuella tillsynsperioden ger ett värde på kalkylräntan som är lägre än den av Energimarknadsinspektionen fastställda och därför, av processuella skäl, inte kan användas.

Kapitalstruktur och jämförelsebolag

Vilka jämförelsebolag som används i kalkylränteberäkningen är av avgörande betydelse vid bedömningen av flera parametrar, främst skuldandelen men även betavärdet och den särskilda riskpremien. Det är därför absolut nödvändigt att veta vilka jämförelsebolagen är för att kunna göra en kalkylränteberäkning. Energimarknadsinspektionen vidhåller att de av myndigheten använda jämförelsebolagen är de bästa tillgängliga och att de också är tillräckligt lika svenska elnätsföretag för att användas som jämförelsebolag. Elnätsföretagen har inte heller presenterat något förslag på andra, mer representativa jämförelsebolag.

Elnätsföretagen gör gällande att Energimarknadsinspektionens utredning är bristfällig och att skuldandelen som kammarrätten tillämpade för perioden 2012–2015 ska användas även nu. Detta är märkligt. Den utredning som låg till grund för de då valda jämförelsebolagen var inte bättre än Energimarknadsinspektionens nuvarande utredning. Det är dessutom inte möjligt att utgå från samma jämförelsebolag som kammarrätten gjorde för perioden

2012–2015, eftersom den bedömningen grundade sig på ett snitt av olika bedömningar med olika delvis överlappande jämförelsebolag. Det har alltså funnit mycket goda skäl att inte utgå från kammarrättens metod eller från den skuldandel som kammarrätten fastställde för tillsynsperioden 2012–2015. Det har inte ens varit möjligt för Energimarknadsinspektionen att repetera kammarrättens metod.

Den främsta skillnaden mellan de jämförelsebolag som fanns i underlaget för perioden 2012–2015 och de jämförelsebolag som Energimarknadsinspektionen nu har använt är att det tidigare underlaget även innefattade konkurrensutsatt verksamhet. Det är uppenbart att det inte är mer korrekt att använda jämförelsebolag som verkar på en konkurrensutsatt marknad. Fyra av de bolag som Energimarknadsinspektionen nu har använt fanns dessutom med även tidigare. Om Energimarknadsinspektionens utredning skulle anses bristfällig åtgärdas det knappast genom att använda sämre jämförelsebolag grundat på en sämre utredning. Inte heller åtgärdas det genom att använda samma parametervärde som tidigare utan någon förnyad beräkning. Bedömningen blir inte heller mer korrekt enbart genom att lägga till fler, men sämre, jämförelsebolag. Det viktiga med jämförelsebolagen är inte att de är många, utan att de representerar ungefär samma typ av verksamhet och övergripande verksamhetskontext. Det är t.ex. viktigt att undvika att jämföra icke konkurrensutsatta bolag med konkurrensutsatta eftersom det skulle ge felaktiga värden. På liknande sätt är det viktigt att undvika att jämförelse sker mellan exempelvis amerikanska bolag och europeiska bolag eftersom den kontext de olika bolagen verkar i skiljer sig åt.

Elnätsföretagen menar att de av Energimarknadsinspektionen använda jämförelsebolagen är mycket olika de svenska elnätsföretagen och att den lagstiftning och reglering som de verkar under inte är utredd. Vilka dessa väsentliga skillnader skulle vara är dock inte tydligt. Jämförelsebolagen utgörs av europeiska bolag verksamma inom överföring av el. Bolagen

möter därmed samma övergripande regelramverk som de svenska elnätsföretagen och bolagen har ingått som jämförelsebolag även tidigare. Jämförelsebolagens huvudsakliga affärsverksamhet är densamma som de svenska elnätsföretagens, dvs. överföring av el. Verksamheten är kapitalintensiv precis som för svenska elnätsföretag. Jämförelsebolagens intäkter är till dominerande del föremål för offentlig reglering. Verksamhetens egenkap av naturligt monopol i kombination med reglerade intäkter innebär en mycket låg affärsrisk i likhet med situationen för svenska elnätsföretag.

Elnätsföretagen menar att det är ett problem att jämförelsebolagen är större och har en högre omsättning än svenska elnätsföretag. Detta är dock naturligt i och med att det är börsnoterade bolag som utgör jämförelsebolag. Även flera av de jämförelsebolag som har använts i tidigare konsultstudier, inför tillsynsperioden 2012–2015, var betydligt större än många svenska elnätsföretag.

Risikfri ränta

Energimarknadsinspektionen vidhåller att den riskfria räntan bör baseras på Konjunkturinstitutets prognos över 10-åriga svenska statsobligationer under tillsynsperioden. Eftersom avsikten med regleringen är att söka efterlikna ett konkurrenstryck som inte finns på elnätsmarknaden är det fullt rimligt att utgå från vedertagen marknadspraxis för fastställande av den riskfria räntan, vilket är att använda 10-åriga statsobligationer som underliggande tillgång. Att använda ett 10-årigt perspektiv är också rimligt utifrån den finansiella verklighet som elnätsföretagen verkar i. Det finns för de flesta infrastrukturinvesteringar en skillnad mellan tillgångens livslängd och tidshorisonten för finansieringen. En vanlig löptid och ibland även räntebindningstid för infrastrukturinvesteringar är fem till tio år. Kalkylräntan ska motsvara den avkastning som ett företag behöver för att klara långivares räntekrav och

ägares avkastningskrav. Energimarknadsinspektionen delar därför inte elnätsföretagens uppfattning att finansieringshorisonten är irrelevant.

Energimarknadsinspektionen anser att 10-åriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget för att skatta den riskfria räntan. 30-åriga statsobligationer har låg likviditet på grund av bristande handelsvolym. Endast den omständigheten att Finansinspektionen har uttalat att obligationen är likvid och kan användas i ett sammanhang innebär inte att den är lämplig att använda i andra sammanhang. Det finns uppenbara svårigheter att använda en obligation som, i vart fall periodvis, har bristande likviditet. Det finns bara en enda svensk 30-årig statsobligation och den löper ut år 2039. Dessa förhållanden innebär i sig att obligationen är olämplig att använda i en reglering som ska vara tydlig, transparent, repetitiv och gälla under en lång tid. Slutsatsen är att det inte finns kontinuerlig representativ data för längre löptider än tio år.

Skillnaden mellan den av Energimarknadsinspektionen förespråkade metoden och den som förvaltningsrätten använde i naturgasmålen är endast vilken tidsperiod prognosen avser. Energimarknadsinspektionen anser att det saknas skäl att skatta den riskfria räntan för någon annan period än tillsynsperioden. Kalkylränteberäkningen bör i största möjliga utsträckning ske på det sätt som är vedertaget vid icke-regulatoriska förhållanden, eftersom regleringen syftar till att efterlikna icke-regulatoriska förhållanden. Regleringen ska försöka efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. Investerare fattar sina beslut baserat på gällande marknadsinformation och en jämförelse av olika investeringsalternativ vid investeringstillfället. Enligt ekonomisk teori är det den WACC-beräkning som gäller vid investeringsbeslutet som investeraren förväntas basera sitt beslut på. Detta gäller både vid lång- och kortsiktiga investeringar. Eftersom den aktuella kalkylräntan ska gälla under en fyra-

årsperiod finns det dock skäl att göra en skattning för hela den perioden. Endast om kalkylräntan skulle bestämmas för en längre period skulle det vara relevant att göra skattningen av den riskfria räntan för en längre period. Det finns i det hänseendet inte något vägande skäl att göra ytterligare avsteg från hur WACC brukar beräknas, dvs. från vad som är vedertaget.

Det stämmer inte att lagstiftning och förarbeten ställer krav på att den riskfria räntan ska vara stabil och förutsägbar på det sätt som elnätsföretagen hävdar. Det finns endast generella uttalanden som avser att hela regleringen av elnätsföretagens intäkter och avgifter ska vara förutsägbar. Detta är inte samma sak som att den riskfria räntan i en WACC-beräkning ska vara baserad på långsiktiga scenarier som går långt utanför tillsynsperioden. Historiskt har den riskfria räntan i elnätsregleringen inte heller bedömts utifrån någon annan period än den vid var tid aktuella reglerperioden.

Förvaltningsrätten framhåller i naturgasmålen att syftet med att använda en prognos som är längre än fyra år är att undvika att alltför kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort genomslag. Det är dock svårt att prognosticera framtida konjunkturförändringar och de flesta prognoser innehåller heller inga antaganden om konjunkturförändringar. Detta gäller till exempel Konjunkturinstitutets prognoser på medellång och lång sikt. Konjunkturinstitutets nioåriga "prognos" är i själva verket ett scenario. Det är centralt att inte sammanblanda ett scenario med en prognos. Konjunkturinstitutets bedömning av utvecklingen gällande de kommande två åren är en prognos, medan beskrivningen av utvecklingen därefter är ett scenario. Bedömningen i scenariot är mer osäker än prognosen för de närmaste två åren. Det beror bland annat på att oväntade händelser som påverkar ekonomin kan inträffa både i Sverige och utomlands, men också på att scenariot baseras på ett antal centrala och förenklade antaganden. Dessa antaganden konstrueras normalt så att räntor och andra variabler i ekonomin under en period på tio år går från det faktiska utgångsläget till ett värde som

utifrån teoretiskt grundande empiriska modeller uppskattats vara ett jämviktsläge. Det är redan av denna anledning orimligt att använda scenarier som om de vore prognoser och lägga dem till grund för beräkning av rimlig avkastning i elnätsverksamhet. Konjunkturinstitutets långsiktiga prognoser är inte heller avsedda att användas för annat än som bas för diskussioner om alternativa antaganden.

Vissa av de antaganden Konjunkturinstitutet använder är dessutom för högt skattade jämfört med det historiska utfallet. Konjunkturinstitutet antar att BNP-gapet går mot noll, samtidigt som det ända sedan 1980-talet varit cirka minus en procent. Konjunkturinstitutet antar vidare att inflationsmålet ska uppnås och i genomsnitt uppgå till 2,0 procent, trots att inflationen i genomsnitt uppgått till ca 1,5 procent sedan inflationsmålet infördes. Detta innebär att en användning av Konjunkturinstitutets nioåriga scenario, förutom det orimliga i att använda jämviktsvärden, även kan antas leda till en överskattning av den riskfria räntan för den aktuella tillsynsperioden. Ernst & Young har gjort en genomgång av hur Konjunkturinstitutets prognoser och scenarier historiskt förhållit sig till det faktiska utfallet. Denna visar att redan en användning av Konjunkturinstitutets prognoser och scenarier för tillsynsperioden (dvs. Energimarknadsinspektionens metod) kan antas vara en i förhållande till elnätsföretagen generös metod för skattning av den riskfria räntan. Ett annat problem med att använda prognoser för nio år är att olika prognoser hela tiden kommer att överlappa flera tillsynsperioder. Eftersom det då skulle finnas två olika prognoser som gäller för delvis samma framtida period kan det skapa utmaningar vad gäller vilken av de två prognoserna som anses mest rätt.

Om det anses nödvändigt att ha ett annat tidsperspektiv än tillsynsperioden för att undvika kortsiktiga konjunkturförändringar – vilket Energimarknadsinspektionen inte anser att det är – är ett alternativ att i viss utsträckning använda historiska data. En möjlig metod skulle kunna vara en kombination

av Konjunkturinstitutets prognoser för 10-åriga statsobligationer för tillsynsperioden och det verkliga utfallet för den föregående tillsynsperioden, dvs. en period om åtta år. Ett annat alternativ är att, liksom Post- och telestyrelsen, använda sig av ett rullande historiskt sjuårsgenomsnitt av räntan på 10-åriga statsobligationer vid skattning av den riskfria räntan. Energi marknadsinspektionen förespråkar dock den blandade metoden, eftersom den tar större hänsyn till den verklighet som elnätsföretagen befinner sig i under den reglerade perioden. Ytterligare en fördel med en sådan ansats är att tillsynsperiodens prognos uppdateras med faktiska siffror för den perioden i nästa tillsynsperiod. På det sättet får man både en riskfri ränta som spänner över flera år samtidigt som prognososäkerheten minskas. Detta är ett säkrare och bättre tillvägagångssätt än en användning av Konjunkturinstitutets nioåriga scenario. Användningen av historiskt utfall vid skattningen av olika parametrar innebär inte att kalkylräntan inte skulle vara framåtblickande såsom elnätsföretagen påstår. I praktiken används historiskt utfall vid skattningen av flera parametrar, t.ex. kreditriskpremien och betavärdet, vilket också är vedertaget.

I de mål som avser Vattenfall m.fl. och E.ON anför elnätsföretagen att löptiden ska motsvara investeringshorisonten och kräver mot den bakgrunden en löptidspremie. Löptidspremie är inte detsamma som löptidsdifferens. Löptidsdifferensen är skillnaden mellan en lång ränta och dagens korta ränta. Löptidspremien innebär en kompensation för en risk som investerare kan förknippa med en längre löptid. Riksgälden har mätt löptidspremiernas storlek enligt de tre sätt den kan definieras på i samband med förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning år 2016–2019. Riksgälden kom fram till att för samtliga metoder och perioden 1995–2015 indikerar resultaten att löptidspremier har fallit över tiden för att nu ligga nära eller något under noll. Detta betyder inte att löptidspremierna alltid kommer att vara låga eller negativa, men att de kan förväntas vara det under en överskådlig framtid.

När löptidspremien är noll är det enda som räntedifferensen mellan en lång och kort obligation säger att det finns förväntningar om högre räntor någon gång i framtiden. Detta är naturligt i ett läge med låga, i vissa fall negativa, räntor. Däremot finns det inte någon teoretisk eller praktisk grund för att kompensera en aktör i förtid för förväntningar om framtida räntor. Eftersom kalkylräntan fastställs för vart fjärde år säkerställs också att upp- och nergångar i det allmänna ränteläget beaktas för den tidsperiod då det är relevant. Det är orimligt att i förtid använda en eventuell och inte säkerställd framtida högre räntenivå vid beräkning av kalkylräntan. Det skulle leda till högre avkastning än någon annan marknadsaktör har möjlighet att få i dagens ränteläge.

Det finns således stora svårigheter med att fastställa en löptidspremie. Energimarknadsinspektionen delar elnätsföretagens uppfattning att det är viktigt att en tydlig, transparent och repetitiv tillämpning av regleringen fastställs. Den metod som elnätsföretagen förespråkar är dock varken tydlig eller repetitiv. Elnätsföretagen föreslår ett intervall baserat på olika utredningar som utgått från delvis olika underlag och från olika perioder. Detta är svårt att upprepa. Det kan vidare ifrågasättas om det överhuvudtaget kan bli aktuellt med en löptidspremie om den riskfria räntan skattas på det sätt som elnätsföretagen förespråkar. Om samma tidsperspektiv används som i naturgasmålen, innebär det i praktiken att den riskfria räntan i regleringen alltid kommer att röra sig mot det så kallade jämviktsläget. Detta följer av de förenklade antaganden som ligger till grund för Konjunkturinstitutets scenario. Detta innebär att elnätsföretagen skulle vara tillförsäkrade en riskfri ränta nära jämvikten. Under dessa förhållanden finns knappast de risker som kan motivera en löptidspremie.

Marknadsriskpremie

Marknadsriskpremien bestäms av skillnaden mellan förväntad avkastning på aktiemarknaden och riskfri ränta. Det finns därför ett direkt samband och detta samband måste beaktas. För en given avkastning på aktiemarknaden gäller att en justering av den riskfria räntan innebär att även marknadsriskpremien måste justeras. Detta skulle innebära att en justering av den riskfria räntan till 3,69 procent, i enlighet med förvaltningsrättens bedömning i naturgasmålen, medför att marknadsriskpremien ska justeras till $(8,60 - 3,69 =) 4,91$ procent, vilket ger en kalkylränta om 5,13 procent. Energi-marknadsinspektionen påstår inte att marknads förväntade avkastning alltid är given och inte kan ändras. Energimarknadsinspektionen vill med beräkningen endast påvisa att en ändring av den riskfria räntan med nödvändighet medför att även marknadsriskpremien ska ändras.

Det är viktigt att metoderna för att fastställa de olika parametrarna är transparenta och repetitiva, vilket Energimarknadsinspektionens metod för att fastställa marknadsriskpremien är. Metoden utgår från ett historiskt snitt för tre år och är lämplig om den riskfria räntan fastställs för den fyraåriga tillsynsperioden. Den förhållandevis höga marknadsriskpremien i Energimarknadsinspektionens beslut har ett tydligt samband med att den riskfria räntan har varit låg under motsvarande period. Det skulle därför vara direkt felaktigt att använda samma marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån ett snitt för en betydligt längre framåtblickande period, där det antas att den riskfria räntan ökar stadigt och går mot ett jämviktsläge.

Elnätsföretagens förslag om att istället använda ett genomsnitt av uppskattad marknadsriskpremie för en nioårsperiod har väsentliga nackdelar. Det främsta problemet är att ingen kan veta vad marknadsriskpremien kommer att vara under de nio år som elnätsföretagen utgår från, eftersom ingen vet om marknadsläget kommer att vara ”normalt” under åren 2019–2024.

Frågan om bedömningen av marknadsriskpremien visar på svårigheterna med att i WACC-beräkningen skatta den riskfria räntan för en mycket lång tidsperiod. WACC beräknas normalt för ett nuläge, dvs. vid en viss tidpunkt, oavsett investeringarnas livslängd. Ju större avsteg som görs från det vedertagna sättet att beräkna WACC desto större blir problemen.

Särskild riskpremie

Utgångspunkten är att normala och vanliga risker i den aktuella typen av verksamhet redan ersätts genom marknadsriskpremien och betavärdet. Om ett tillägg ska göras genom en särskild riskpremie bör det därför krävas att det tydligt går att identifiera de risker som inte redan ersätts och som då ska ersättas särskilt. Den särskilda riskpremien är tillgångsspecifik och ska fastställas i relation till jämförelsebolagen. Skillnader mellan jämförelsebolagen och de reglerade bolagen motiverar en särskild riskpremie endast om de reglerade bolagen uppvisar högre risker än jämförelsebolagen. Energimarknadsinspektionen vidhåller att det inte finns några särskilda risker i elnätsföretagens verksamhet som motiverar en särskild riskpremie.

Om en särskild riskpremie ska utgå ska den avse icke-systematiska risker som inte kan diversifieras bort. Det kan vara svårt att avgöra vad som är en systematisk respektive en icke-systematisk risk. Redan det förhållandet att en hel bransch med ett stort antal företag vill ha ersättning för samma risker talar dock för att det inte handlar om sådana företagsspecifika risker som den särskilda riskpremien normalt avser. Det skulle dessutom vara orimligt att ge hela den svenska elnätsbranschen extra avkastning för att något enstaka företag möjligen har t.ex. en kundrelaterad risk. Den absoluta majoriteten av svenska elnätsföretag har inte ett sådant beroende av en specifik kund som elnätsföretagen hävdar.

Elnätsföretagen pekar särskilt på att Energimarknadsinspektionen tidigare, före år 2012, tillämpade en särskild riskpremie i regleringen av nätavgifter och att den då uppgick till 1,0 procent. Det finns dock många skillnader mellan den nuvarande förhandsregleringen och den tidigare efterhandsregleringen. Om en jämförelse ändå ska göras ska den utgå från de argument som då angavs för att tillämpa en särskild riskpremie. De enda faktorer som då nämndes var småbolagseffekt och tillgångars likviditet. Dessa risker är dock irrelevanta för svensk nätverksamhet, vilket redogörs för i det följande.

För tillsynsperioden 2012–2015 beslutade kammarrätten att en särskild riskpremie om 1,0 procent skulle användas. Kammarrätten motiverade detta med ”framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer”. Någon genomgång av vilka risker som enligt kammarrätten behövde ersättas genom en särskild riskpremie gjordes inte. Energi- marknadsinspektionen menar att en sådan genomgång är nödvändig för att säkerställa att företagen inte blir överkompenserade på kundernas bekostnad.

Det är viktigt att uppmärksamma att resonemanget om den särskilda riskpremien är beroende av vilka jämförelsebolag som används. I förhållande till jämförelsebolag med konkurrensutsatt verksamhet, såsom det urval som låg till grund för kammarrättens bedömning för perioden 2012–2015, är riskerna betydligt lägre i svensk elnätsverksamhet. Argumenten mot en särskild riskpremie gör sig då gällande med än mer styrka.

Elnätsföretagen nämner särskilt att jämförelsebolagen är betydligt större än svenska elnätsföretag och att detta motiverar en s.k. småbolagspremie. Småbolagsrisken var också en faktor som användes för att motivera den särskilda riskpremien i den tidigare efterhandsregleringen. För att en småbolagspremie ska vara motiverad krävs dock att det finns en storleksrelaterad risk i verksamheten. Småbolagspremier är till för att kompensera

för att mindre verksamheter ofta är känsliga och utsatta för exempelvis varierande intäkter. Denna risk finns inte för svenska elnätsföretag, eftersom de har en garanterad intäktsram.

Svenska elnätsföretag är monopol och verkar inte på en konkurrensutsatt marknad. Dessutom har de garanterade intäktsramar. Elnätsföretagen är därför inte heller utsatta för den så kallade illikviditetsrisken som ibland nämns som ett exempel på en risk som kan motivera en särskild riskpremie. Illikviditetsrisken handlar ofta om att det för små onoterade bolag kan ta tid att avyttra en ägarandel till ett bra pris, vilket påverkar både ägaren och bolaget. Enbart förhållandet att det tar längre tid att avyttra aktier motiverar dock inte en särskild riskpremie. Fler faktorer måste beaktas och vägas samman. Frågan om en illikviditetspremie är motiverad och hur stor den ska vara är inte enbart beroende av likviditeten i tillgången, utan också av investerarna och deras riskpreferenser. Att vara ägare i ett litet onoterat bolag innebär mer kontroll över bolaget, vilket har en motverkande positiv effekt. Det kan på goda grunder ifrågasättas om ägarna till svensk elnätsverksamhet värdesätter att snabbt kunna avyttra sitt innehav. I dagsläget finns det inte heller något som tyder på att det skulle vara svårt eller ta särskilt lång tid att sälja en ägarandel till bra pris på den svenska elnätsmarknaden.

Elnätsföretagen har också pekat på risken för ändringar i regleringen och då särskilt på ändringar av den reglerade avkastningen. Alla verksamheter har ett omfattande regelverk att förhålla sig till. Regelförändringar som berör företag sker ständigt. Även jämförelsebolagen är utsatta för risken att regleringen kan ändras. För jämförelsebolagen gäller dessutom samma grund för regleringen, bl.a. elmarknadsdirektivet. Energimarknadsinspektionen vill framhålla att elnätsföretagen, till skillnad från de flesta andra företag, är garanterade en rimlig avkastning. Det är självklart osäkert exakt vad den reglerade rimliga avkastningen kommer att vara i framtiden.

Denna osäkerhet gäller dock för alla verksamheter. Det skulle dessutom vara direkt oskäligt att ge elnätsföretagen ett extra tillägg på avkastningen med hänvisning till bytet från real annuitetsmetod till real linjär metod. Dessa ändringar syftade till att elnätsföretagen inte längre ska kunna få en orimligt hög avkastning på kundernas bekostnad och kan inte rimligen motivera en särskild riskpremie. Ett sådant resonemang skulle innebära att en tidigare överkompensation alltid styr kommande beslut, vilket skulle få till följd att överkompensation i någon mån alltid skulle bestå.

Elnätsföretagen nämner vidare att nya regelverk kan leda till omfattande kostnadsökningar. Regleringen ger dock företagen rätt till skälig kostnads-
täckning. Till skillnad från konkurrensutsatt verksamhet utgör kostnads-
ökningar således inte någon risk, så länge de är skäliga. Kostnadsökningar
ska alltså inte beaktas inom ramen för en rimlig avkastning.

Risken att kunder försvinner är en risk för nästan alla verksamheter, dock inte för svenska elnätsföretag. Elnätsföretagen har nämligen en reglerad intäkt som är oberoende av om de förlorar kunder. Om kunder flyttar får elnätsföretagen ta ut samma totala intäkter från återstående kunder. Inte ens kundbortfall är alltså en risk för svenska elnätsföretag.

Kreditriskpremie

Ernst & Young har kontrollerat sin beräkning av kreditriskpremien och konstaterat att ett fel har begåtts. Energimarknadsinspektionen medger därför att kreditriskpremien korrigeras och fastställs till 1,8 procent. Detta innebär att den reala kalkylräntan före skatt ska ändras till 4,56 procent.

SKÅLEN FÖR AVGÖRANDET

Utgångspunkter för förvaltningsrättens prövning

Enligt 5 kap. 6 § ellagen ska intäktsramen ge en rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva nätverksamheten (kapitalbas). En rimlig avkastning motsvarar den avkastning som fordras för att kunna attrahera kapital för investeringar i konkurrens med alternativa placeringar med motsvarande risk. Vid bedömningen av vad som ska avses med likartad risknivå bör beaktas att elnätsföretagen bedriver en verksamhet där anslutningsskyldighet råder, men också en monopolverksamhet där kostnaderna i huvudsak får föras vidare till kunderna, vilket innebär en förhållandevis låg investeringsrisk (prop. 2008/09:141 s.102).

I förarbetena anges att en rimlig avkastning måste beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder (prop. 2008/09:141 s. 79). Energimarknadsinspektionen har valt att använda den s.k. WACC-metoden (Weighted Average Cost of Capital) för att bestämma en rimlig avkastning i nätverksamheten. WACC är en vedertagen ekonomisk metod.

I WACC-metoden ställs aktieägarnas och långivarnas avkastningskrav i relation till deras respektive andel av det totala kapitalet. Storleken på kalkylräntan beror således på ägarnas och långivarnas avkastningskrav samt företagets kapitalstruktur. Det avkastningskrav som ägarna ställer motsvarar den kompensation som de vill ha för att investera kapital. Detta kan beräknas med den s.k. CAPM-metoden (Capital Asset Pricing Model). Avkastningskravet för lånat kapital utgörs av den ränta som långivarna kräver för att låna ut pengar till företaget.

Vid beräkningen av intäktsramen används en real kalkylränta före skatt. Eftersom de beräkningar som görs med WACC-metoden ger en nominell

ränta efter skatt, måste kalkylräntan dessutom räknas om. Vid beräkning enligt WACC-metoden prövas en rad olika parametrar såsom kapitalstruktur, riskfri ränta, marknadsriskpremie, betavärde, särskild riskpremie, kreditriskpremie och inflation. När det gäller att bestämma värdet på dessa olika parametrar kan olika beräkningsmetoder användas. Vidare kan bedömningen göras med olika utgångspunkter, t.ex. vilket tidsperspektiv som kalkylräntan ska avse. De metoder och utgångspunkter som väljs för att bestämma värdet på parametrarna är av avgörande betydelse för vilket slutligt värde som fastställs för kalkylräntan.

Elnätsföretagen har inte något att invända mot att WACC-metoden används för att beräkna en rimlig avkastning. Däremot anser elnätsföretagen att de olika parametrarna ska värderas på ett annat sätt än vad Energimarknadsinspektionen har gjort i besluten om intäktsram, vilket också innebär att det slutliga värdet på kalkylräntan ska höjas.

Förvaltningsrätten har alltså att med tillämpning av WACC-metoden pröva vilken kalkylränta som ska gälla för elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019. Som kammarrätten uttalade i sina domar avseende tillsynsperioden 2012–2015 är förvaltningsrätten vid prövningen inte bunden av de parametervärden Energimarknadsinspektionen använt.

Lågsiktighet

Avsikten med förhandsregleringen är att skapa en ökad förutsägbarhet för elnätsföretagen och dess kunder (prop. 2008/09:141 s. 31). Regleringen syftar till att elnätsföretagens verksamhet ska bedrivas effektivt till låga kostnader och säkerställa att kunden får betala ett skäligt pris för nättjänsten. Vidare ska regleringen bidra till att ge kunderna en långsiktig leveranssäkerhet, att trygga den svenska elförsörjningen och att elnätsföretagen ska få stabila och långsiktiga villkor för sin nätverksamhet. Ytterligare ett

viktigt mål med regleringen är att den ska understödja utvecklingen av en väl fungerande elmarknad (prop. 2008/09:141 s. 58). De tariffer eller modeller som fastställs i förväg ska utformas så att nödvändiga investeringar i näten kan göras på ett sätt som gör det möjligt att säkra nätens funktion (Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/72/EG artikel 37.6.a).

Förvaltningsrätten meddelade i december 2013 domar i ett stort antal mål om fastställande av intäktsram för elnätsföretag för tillsynsperioden 2012–2015. Sedan domarna överklagats meddelade Kammarrätten i Jönköping den 10 november 2014 dom i tre s.k. pilotmål (mål nr 61-14, 101-14 och 129-14). Kammarrätten konstaterade i sina domar att frågan om vilket tidsperspektiv som anläggs har stor betydelse för nivån på den slutliga 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 förutsägbarhet. Kammarrätten ansåg att utredningen i målen gav stöd för att en stabil kalkylränta skulle ha positiv effekt på elnätsföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs och att intäktsramen, med ett kortsiktigt perspektiv, kan komma att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna. Kammarrätten kom fram till att det för tillsynsperioden var rimligt och i överensstämmelse med förhandsregleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Energi- marknadsinspektionen överklagade kammarrättens avgöranden till Högsta förvaltningsdomstolen, som den 23 mars 2015 beslutade att inte meddela prövningstillstånd. Kammarrättens avgöranden stod därmed fast.

Förvaltningsrätten anser att kammarrättens avgöranden för tillsynsperioden 2012–2015 är vägledande vid bedömningen av intäktsramar även för denna tillsynsperiod. Detta gäller framförallt kammarrättens uttalande om att ett långsiktigt perspektiv ska användas vid fastställande av parametrarna i

kalkylränteberäkningen. Detta är ett sådant principiellt uttalande som har bäring även för den tillsynsperiod som nu prövas. När det gäller bedömningen av värdet på de olika parametrarna behöver kammarrättens avgörande däremot inte vara direkt tillämpligt. Domstolarna har vid sin prövning att utgå från parternas argumentation och den bevisning som parterna åberopar. Om parterna nu presenterar ett bättre underlag än det som fanns vid kammarrättens prövning, kan det finnas anledning att frånga kammarrättens bedömning.

Efter kammarrättens avgöranden har förvaltningsrätten i februari 2016 prövat frågan om intäktsramar på naturgasområdet för tillsynsperioden 2015–2018 (mål nr 8016-14, 8020-14, 8021-14 och 8124-14). Intäktsregleringen för elnät och gasnät är i stort sett identisk och det har från lagstiftaren framhållits att det är angeläget att tillsynen av energimarknaden i landet bedrivs på ett likartat sätt, oavsett energislag (prop. 2012/13:85 s. 30). Förvaltningsrätten anlade därför även i naturgasmålen ett långsiktigt perspektiv vid beräkningen av de olika parametrarna i WACC-modellen. För att uppnå det långsiktiga perspektivet och för att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får ett för stort utslag på kalkylräntan, valde förvaltningsrätten att vid bedömningen av den riskfria räntan utgå från Konjunkturinstitutets nioåriga prognos över den tioåriga statsobligationsräntan. Domarna har överklagats till Kammarrätten i Jönköping, som ännu inte avgjort målen.

Både kammarrätten och förvaltningsrätten har således i tidigare avgöranden ansett att det, mot bakgrund av syftet med förhandsregleringen och förhållandet att investeringar i elnät respektive gasnät har en mycket lång investeringshorisont, ska anläggas ett långsiktigt perspektiv vid beräkningen av den regulatoriska kalkylräntan och fastställandet av de olika parametrarna. Det har inte framkommit något skäl att nu göra ett annat ställningstagande.

Kapitalstruktur och jämförelsebolag

Ett företag finansieras dels med eget, dels med lånat kapital. Aktieägare och långgivare har olika avkastningskrav på investerat kapital. För att beräkna en kalkylränta enligt WACC-metoden måste det bestämmas hur stor del av det totala kapitalet som ska finansieras med eget respektive lånade medel.

Enligt WACC-metoden är det inte företagets faktiska skuldandel som ska beaktas utan företagets optimala skuldandel. Med optimal skuldandel avses den skuldandel som minimerar företagets WACC och som återspeglar vad ett effektivt företag bör ha för skuldandel. Energimarknadsinspektionen har fastställt skuldandelen till 52 procent.

Enligt elnätsföretagen har det inte inträffat något som medför att avsteg från kammarrättens bedömning om en skuldandel på 37 procent ska göras.

Elnätsföretagen menar även att Energimarknadsinspektionen inte har gjort en sådan grundlig utredning och sådana noggranna överväganden som en ändring av en i kammarrätten fastställd princip kräver. Elnätsföretagen gör vidare gällande att det urval av jämförelsebolag som legat till grund för Energimarknadsinspektionens beslut inte är representativt. Elnätsföretagen anser bl.a. att det är för få bolag och att bolagen inte är jämförbara med svenska elnätsföretag, eftersom alla jämförelsebolag är stora europeiska stamnätsföretag som har helt andra förutsättningar för sina verksamheter än svenska elnätsföretag.

I besluten om intäktsramar för tillsynsperioden 2012–2015 fastställde Energimarknadsinspektionen skuldandelen till 50 procent utifrån bokförda värden. Kammarrätten fastslog emellertid att skuldandelen ska fastställas utifrån marknadsvärden och inte utifrån bokförda värden. Elnätsföretagen ansåg att skuldandelen skulle fastställas till 37 procent, vilket var ett genomsnitt av Energimarknadsinspektionens två konsulter rapporter. Eftersom Energimarknadsinspektionen inte hade lämnat någon utredning till

varför denna nivå var orimlig, fastställde kammarrätten skuldandelen till 37 procent. Såvitt förvaltningsrätten kan utläsa av kammarrättens dom bestämde kammarrätten alltså skuldandelen mer med utgångspunkt från parternas argumentation än genom en bedömning av om jämförelsebolagen var jämförbara med de elnätsföretag som då hade överklagat Energimarknadsinspektionens beslut.

Förvaltningsrätten kan konstatera att det nu är fråga om tämligen få jämförelsebolag. Fler jämförelsebolag hade sannolikt givit ett bättre underlag. Det har dock inte framkommit omständigheter som talar för att antalet jämförelsebolag i sig skulle medföra en felaktig bedömning. Det kan vidare konstateras att de fem jämförelsebolagen skiljer sig från de svenska elnätsföretagen i fråga om bl.a. storlek och verksamhetsland. De uppvisar dock även betydande likheter. Den huvudsakliga verksamheten består av överföring av el och intäkterna är i huvudsak föremål för offentlig reglering. Monopolsituationen kombinerad med reglerade intäkter innebär vidare en låg affärsrisk. Härutöver kan noteras att fyra av bolagen också var jämförelsebolag vid den förra tillsynsperioden samt att det i den gruppen även ingick andra mycket stora bolag. Det har inte från någon av parterna lämnats förslag på andra elnätsföretag, som skulle vara mer passande som jämförelsebolag. Energimarknadsinspektionen menar att det inte är möjligt att hitta sådana bolag.

Förvaltningsrätten anser mot denna bakgrund att den utredning Energi- marknadsinspektionen har presenterat är tillräcklig för att göra en annan bedömning än den kammarrätten gjorde. Vad elnätsföretagen har anfört utgör alltså inte skäl att göra någon annan bedömning avseende kapitalstrukturen än Energimarknadsinspektionen. Skuldandelen ska därför bestämmas till 52 procent.

Riskfri ränta

Ett långsiktigt perspektiv

Med riskfri ränta menas den förväntade avkastningen från investeringar som saknar risk. Det är den minsta avkastning som en investerare kan kräva. Energimarknadsinspektionen har fastställt den riskfria räntan till 2,8 procent.

Energimarknadsinspektionen har vid sin bedömning av den riskfria räntan utgått från Konjunkturinstitutets prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan under tillsynsperioden, dvs. under en fyraårsperiod. Att statsobligationer ska ligga till grund för bedömningen är numera inte ifrågasatt. I naturgasmålen, där Energimarknadsinspektionen använde samma metod som i nu aktuella mål, ansåg förvaltningsrätten emellertid att Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan skulle ligga till grund för bedömningen. Elnätsföretagen anser att denna metod ska användas även nu. Energimarknadsinspektionen anser att det inte är lämpligt, bl.a. eftersom prognosen för år tre till nio rätteligen utgör förenklade scenarier.

I detta avseende kan först noteras att kammarrätten i sina domar avseende föregående tillsynsperiod kom fram till att det var rimligt och i överensstämmelse med förhandsregleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Att anlägga ett sådant perspektiv, medför ofrånkomligen att det kan inträffa händelser och tillkomma variabler som man vid en tidigare tidpunkt hade svårt att förutse och att bedömningarna därför bygger på antaganden och kan vara osäkra.

Vidare kan noteras att Konjunkturinstitutets scenarier bl.a. utgår från att räntan rör sig mot ett jämviktsläge och att en metod som innefattar scenarier därför i dagsläget medför en kalkylränta som överstiger den gällande marknadsräntan. En sådan metod kan alltså, som Energimarknadsinspektionen anfört, antas vara generös mot elnätsföretagen. I ett annat ränteläge kan emellertid resultatet bli det motsatta. Som kammarrätten konstaterade kan en stabil kalkylränta ha positiv effekt på nätföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs. Användningen av långsiktiga prognoser och scenarier medför att kalkylräntan inte varierar alltför mycket mellan tillsynsperioderna och innebär således sådan stabilitet.

Slutligen kan konstateras att även Energimarknadsinspektionens metod för att fastställa den riskfria räntan, som sträcker sig över den fyraåriga tillsynsperioden, delvis innefattar scenarier.

För att uppnå det långsiktiga perspektiv som ska gälla vid bestämmandet av samtliga WACC-parametrar, anser förvaltningsrätten därför att den riskfria räntan i dessa mål liksom i naturgasmålen ska bedömas utifrån Konjunkturinstitutets nioåriga prognoser och scenarier. Förvaltningsrätten anser att rapporten från mars 2015 ska användas, eftersom det var den senast tillgängliga när Energimarknadsinspektionen fastställde kalkylräntan.

Den underliggande tillgången

Frågan är härefter i förhållande till vilken tillgång den riskfria räntan ska bedömas. Enligt WACC-teorin ska den riskfria räntan spegla investeringarnas tidshorisont. Löptiden på den riskfria räntan bör därför sammanfalla med investeringarnas livslängd. Detta är parterna överens om och det uttalade även kammarrätten i domarna gällande föregående tillsynsperiod. Parterna är emellertid inte ense om innebörden av begreppen investeringarnas tidshorisont och investeringarnas livslängd. Energimarknadsinspek-

tionen anser att ett 10-årigt perspektiv ska tillämpas bl.a. eftersom det är en vanlig finansieringstid även för tillgångar som har en längre ekonomisk livslängd och tio år generellt anses vara långsiktigt i finansieringssammanhang. Elnätsföretagen anser att investeringarnas tidshorisont är 40 år eller mer och att en löptid som matchar detta bör användas.

De experter som parterna hänvisar till redovisar delvis olika uppfattningar. Ernst & Young, som baserat sin bedömning på Konjunkturinstitutets prognos för 10-åriga statsobligationer under den fyraåriga tillsynsperioden, har för att sätta sin bedömning i ett långsiktigt perspektiv jämfört bedömningen med ett 10-årigt historiskt utfall och konstaterat att deras bedömning (2,8 procent) ligger relativt nära detta snitt (2,88 procent). Ernst & Young uppger också att användning av en 10-årig ränta är praxis bland investerare även för investeringar med längre tidshorisont än tio år samt att den riskfria räntan måste bedömas med samma utgångspunkt som marknadsriskpremien.

Montell & Partners uppger bl.a. att investeringshorisonten inom elnätsbranschen ofta är lång, att den svenska 30-åriga statsobligationen har begränsad likviditet och att den 10-åriga statsobligationen är lämpligare ur likviditetsperspektiv samt att deras uppskattning enligt uppdraget ska baseras på 10-åriga statsobligationer.

PwC uppger bl.a. att det är vanligt att den riskfria räntan uppskattas med hjälp av en 10-årig statsobligation vid investeringar med lång löptid, att investeringar i elnätsverksamhet emellertid har en betydligt längre investeringshorisont – eftersom merparten av de underliggande tillgångarna har en livslängd om 40 år – samt att det optimala vore att skatta den riskfria räntan med hjälp av en statsobligation med motsvarande löptid. PwC:s slutsats är att en löptidspremie behövs för att kompensera för att en ränta med kortare löptid än investeringens livslängd används som underlag för att bedöma den riskfria räntan.

Navigant hänvisar till Aswath Damodaran, som uppger att investerare som köper tillgångar har förväntningar på att få en avkastning under den tids-horisont som de innehar tillgången och att tillgången för att vara riskfri måste vara fri från reinvesteringsrisk, dvs. att tillgångens avkastning inte ska baseras på reinvesteringar med okända räntesatser.

Det synes vara vedertaget av samtliga parter att investeringar i elnät har ett mycket långsiktigt perspektiv. Det kan bl.a. noteras att Energimarknadsinspektionen uppger – i fråga om den särskilda riskpremien, som förvaltningsrätten återkommer till – att det kan ifrågasättas om ägarna till svenska elnätsföretag värdesätter att snabbt kunna avyttra sitt innehav. Energi-marknadsinspektionen hänvisar i det sammanhanget till Ernst & Young, som bl.a. uppger att ägarna till svenska elnät i huvudsak är kommuner, stora kraftföretag med infrastruktur som kärnaffär samt långsiktiga infrastruktur-fonder.

Det framgår vidare av förordningen (2014:1064) om intäktsram för elnäts-företag att elnäten i detta sammanhang i huvudsak har en ekonomisk livslängd om 40 år.

Det anförda leder enligt förvaltningsrättens mening till slutsatsen att investerarens finansieringsperspektiv inte ska vara avgörande vid bedömningen av den riskfria räntan. Att den riskfria räntan ska bedömas utifrån investeringarnas tidshorisont medför i stället att 30-åriga statsobligationer vore en bättre utgångspunkt än 10-åriga statsobligationer. Såvitt framkommit finns det emellertid inte några ränteprognoser för 30-åriga statsobligationer. Utgångspunkten vid bedömningen av den riskfria räntan måste därför ändå vara räntan för 10-åriga statsobligationer. Med tillämpning av det nioåriga perspektivet, som redogjorts för i föregående avsnitt, leder det till en riskfri ränta baserat på 10-åriga statsobligationer om 3,71 procent.

Löptidsdifferens

Frågan är slutligen om man till räntan om 3,71 procent ska addera en löptidsdifferens på det sätt som elnätsföretagen anser. På så sätt kan en prognos över en 30-årig statsobligationsränta uppskattas. Löptidsdifferensen ska alltså motsvara skillnaden i ränta mellan en 10-årig och en 30-årig statsobligation.

I naturgasmålen bedömde förvaltningsrätten att svenska 30-åriga statsobligationer inte var tillräckligt likvida för att utgöra ett lämpligt underlag för bedömningen av riskfri ränta. Av experterna i nu aktuella mål har endast Montell & Partners uttryckt viss tveksamhet över likviditeten hos de 30-åriga statsobligationerna. Elnätsföretagen har däremot presenterat rapporter från PwC och Navigant som ger stöd för att 30-åriga statsobligationer handlas i sådan omfattning att de ska anses vara likvida. Elnätsföretagen har också åberopat en rapport från Finansinspektionen, i vilken Finansinspektionen år 2016 fann att samtliga utestående statsobligationer var likvida. Även Ernst & Young har i en rapport från år 2014 gett uttryck för att svenska 30-åriga statsobligationer sedan slutet av år 2011 handlas i sådan omfattning att de är tillförlitliga. Förvaltningsrätten anser att utredningen i dessa mål, till skillnad från utredningen i naturgasmålen, ger stöd för att de 30-åriga obligationerna är likvida och kan användas som underlag för bedömningen.

PwC och Navigant har i sina rapporter jämfört ett historiskt utfall av räntorna på 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och funnit att det finns en löptidsdifferens, dvs. en skillnad i ränta mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer. Rapporterna ger också stöd för att räntan för 30-åriga statsobligationer har varit högre än för 10-åriga, för svenska obligationer under tiden sedan år 2009 då den svenska 30-åriga statsobligationen gavs ut och för utländska obligationer under längre tid. Även Konjunkturinstitutet

har kommit till slutsatsen att det finns en löptidsdifferens. Ernst & Young uppger att räntan vanligen är högre för längre löptider än för kortare. Förvaltningsrätten anser därför att utredningen i de nu aktuella målen visar att det finns en löptidsdifferens mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och att räntan för 30-åriga statsobligationer är högre. Av det underlag som presenterats i målen framgår att olika experter har uppskattat löptidsdifferensen till 0,2–0,9 procent. Förvaltningsrätten anser att löptidsdifferensen vid en försiktig uppskattning bör fastställas till 0,3 procent. Den riskfria räntan ska därför fastställas till $(3,71 + 0,3 =) 4,01$ procent.

Marknadsriskpremie

Marknadsriskpremien utgör den extra avkastning utöver riskfri ränta som en investerare kräver för att investera i aktier. Energimarknadsinspektionen har fastställt marknadsriskpremien till 5,8 procent, baserat på ett genomsnitt av PwC:s marknadsriskpremiestudie för åren 2012–2014. Metoden är således baserad på historiska värden och utgår inte från någon av konsulternas bedömningar av marknadsriskpremien.

Den metod Energimarknadsinspektionen använt för att fastställa marknadsriskpremien är enligt myndigheten lämplig att använda om den riskfria räntan fastställs för den fyraåriga tillsynsperioden. Enligt Energimarknadsinspektionen är det vidare direkt felaktigt att använda samma marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån ett genomsnitt för en betydligt längre framåtblickande period, där det antas att den riskfria räntan ökar stadigt och går mot ett jämviktsläge.

Både den riskfria räntan och marknadsriskpremien ska, som förvaltningsrätten tidigare konstaterat, fastställas utifrån ett långsiktigt perspektiv. Vidare menar förvaltningsrätten att marknadsriskpremien, liksom övriga parametrar i WACC-beräkningen, bör vara framåtblickande.

Förvaltningsrätten anser inte att den metod som Energimarknadsinspektionen använt ger en framåtblickande marknadsriskpremie. Förvaltningsrätten instämmer dock i Energimarknadsinspektionens uppfattning att det inte är lämpligt att använda den av myndigheten fastställda marknadsriskpremien tillsammans med en riskfri ränta som fastställts utifrån ett mer långsiktigt synsätt.

Ernst & Young har uppskattat att marknadsriskpremien på den svenska marknaden i ett jämviktsläge uppgår till 5,0 procent. Bedömningen grundas framför allt på Dimsons justerade historiska riskpremiestudie, enligt vilken marknadsriskpremien på den svenska marknaden uppgick till 5,0 procent för åren 1900–2001, och på det långsiktiga genomsnittet av PwC:s marknadsriskpremiestudie, som uppgick till 4,7 procent för åren 1998–2014. Ernst & Young har därefter prognosticerat marknadsriskpremien till i genomsnitt 5,56 procent för den aktuella tillsynsperioden. Bedömningen bygger på egna prognoser av marknadsriskpremien för åren 2016–2017, ett antagande om ett jämviktsläge år 2019 och ett snitt mellan åren 2017 och 2019 för år 2018.

Elnätsföretagen anser att marknadsriskpremien ska fastställas med en metod som är anpassad till förvaltningsrättens metod för att fastställa riskfri ränta, dvs. med ett nioårigt framåtblickande perspektiv. Med användande av de prognoser som Ernst & Young gjort för åren 2016–2018 och därefter med beaktande av Ernst & Youngs bedömning av en långsiktig stabil marknadsriskpremie om 5,0 procent för åren 2019–2024 erhålls en marknadsriskpremie om 5,25 procent.

En sådan metod skulle vara konsekvent i förhållande till förvaltningsrättens metod för att fastställa den riskfria räntan. Det finns emellertid skäl som talar mot att tillämpa metoden med utgångspunkt i Ernst & Youngs bedömningar av nivån på marknadsriskpremien.

Ernst & Young har i fråga om riskfri ränta argumenterat för att räntan bör bestämmas utifrån avkastningen på 10-åriga statsobligationer. Ett skäl för detta är att den riskfria räntan bör bestämmas i samklang med marknadsriskpremien och att PwC:s marknadsriskpremiestudie baseras på den 10-åriga obligationsräntan. Om riskpremiestudien i stället hade baserats på 30-åriga statsobligationer hade, enligt Ernst & Young, marknadsriskpremien blivit lägre. PwC instämmer i Ernst & Youngs syn kring att konsekvens måste finnas mellan löptiden på den riskfria räntan och marknadsriskpremien. Av PwC:s yttranden framgår att merparten av respondenterna i deras marknadsriskundersökning använder räntan på 10-åriga statsobligationer som referensränta. Det finns alltså omständigheter som pekar mot att Ernst & Youngs uppskattade marknadsriskpremie är för hög vid användning av en riskfri ränta som ska motsvara 30-åriga statsobligationer, dvs. med tillämpning av en löptidsdifferens. Förvaltningsrätten anser därför att en marknadsriskpremie om 5,25 procent är för hög.

Enligt PwC kan Ernst & Youngs uppskattade genomsnittliga nivå på 5,0 procent användas även vid en tillämpning av en löptidspremie på den riskfria räntan. Ett sådant genomsnittligt värde ger inte uttryck för ett långsiktigt perspektiv med utgångspunkt i gällande marknadsläge, som den metod som förvaltningsrätten tillämpat avseende den riskfria räntan. Förvaltningsrätten anser dock att det, i avsaknad av annan utredning, är ett rimligt värde. Marknadsriskpremien ska därför bestämmas till 5,0 procent.

Betavärde

Beta är ett vedertaget mått på systematisk risk och anger hur riskfylld en investering är i förhållande till en investering med genomsnittlig risk. Marknadens betavärde är per definition 1,0. Betavärden under 1,0 innebär en lägre risk och betavärden över 1,0 innebär en högre risk än marknads-genomsnittet. Ett enskilt företags betavärde speglar således företags risk i

förhållande till marknads risk. Betavärdet uppskattas genom en analys av samma jämförelsebolag som vid uppskattningen av skuldandelen. Energimarknadsinspektionen har utifrån jämförelsebolagen fastställt asset beta till 0,39 och equity beta till 0,72. Elnätsföretagen anser att de ska bestämmas till de värden som kammarrättens gjorde avseende föregående tillsynsperiod.

Förvaltningsrätten har i bedömningen av elnätsföretagens kapitalstruktur tagit ställning till de av Energimarknadsinspektionen använda jämförelsebolagen och funnit att det inte finns skäl att frångå Energimarknadsinspektionens bedömning i det avseendet. Det har därför inte heller framkommit skäl att ändra betavärdet på grund av urvalet av jämförelsebolag.

Vidare har Energimarknadsinspektionen inte gjort någon Bloombergomräkning av betavärdet. Så gjordes inte heller i beslutet för föregående tillsynsperiod. Kammarrätten uttalade i domarna avseende den perioden att det inte framkommit tillräckliga skäl för att göra en Bloombergomräkning. Som skäl för detta anfördes att bara ungefär hälften av experterna förespråkade en sådan och det fanns visst stöd i utredningen för att elnätsföretagens betavärde, på grund av monopolsituationen och låg risk, inte rörde sig mot genomsnittet på aktiemarknaden. Elnätsföretagen har i nu aktuella mål inte fört fram någon argumentation som kan föranleda en ändring av detta synsätt. Förvaltningsrätten anser därför att det inte framkommit något som ger stöd för att en Bloombergomräkning ska göras.

Förvaltningsrätten anser således att det inte finns skäl att ändra det av Energimarknadsinspektionen fastställda betavärdet.

Särskild riskpremie

Den särskilda riskpremien används för att fånga upp icke-systematiska och tillgångsspecifika risker som inte fångas upp av betavärdet. Det handlar om

och i vilken utsträckning olika företagsspecifika osäkerheter ska beaktas. Energimarknadsinspektionen har fastställt den särskilda riskpremien till 0,0 procent. Elnätsföretagen anser att den ska vara 1,0 procent.

Elnätsföretagen anser att det finns en illikviditetsrisk, dvs. en risk för att inte kunna avyttra eller omsätta ägarandelar i ett elnätsföretag. Som förvaltningsrätten anfört i fråga om den riskfria räntan torde investeringar i elnätsföretag i allmänhet vara mycket långsiktiga. Möjligheten att snabbt avyttra en ägarandel i ett elnätsföretag bör därför inte vara av väsentlig betydelse för en investerare. Det finns inte heller någon utredning som talar för att det faktiskt skulle vara svårt att omsätta en sådan investering. Inte någon av Energimarknadsinspektionens konsulter anser att det finns stöd för en illikviditetspremie. Förvaltningsrätten anser att illikviditetsrisken inte utgör skäl för en särskild riskpremie.

Elnätsföretagen anser vidare att det bör tillämpas en s.k. småbolagspremie, eftersom elnätsföretagen är väsentligt mindre än jämförelsebolagen och kan ha t.ex. kund- eller nyckelpersonsrelaterade risker. Elnätsföretagen har emellertid garanterade intäkter genom intäktsregleringen och bör alltså inte utsättas för sådana risker som motiverar en småbolagspremie. Två av Energimarknadsinspektionens konsultföretag anser inte att en småbolagspremie är motiverad. Det råder alltså inte någon samsyn bland experterna på detta område. Inte heller småbolagsrisken utgör därför skäl för en särskild riskpremie.

Vad gäller risken för utgifter pga. skyldigheten att betala avbrottsersättning kan noteras att kostnad för avbrottsersättning inte ska anses vara en sådan skäligen kostnad för att bedriva nätverksamheten som ska täckas av intäktsramen (5 kap. 8 § ellagen). I förarbetena till bestämmelsen (prop. 2008/09:141 s. 66 f.) anges bl.a. att avbrottsersättningen inte bör räknas som en skäligen kostnad vid beräkningen av intäktsramen, eftersom drivkraften att

förbättra leveranssäkerheten då skulle försvagas. Att beakta risken för avbrottsersättning inom ramen för den särskilda riskpremien, skulle alltså motverka syftet med regleringen i 5 kap. 8 § ellagen.

Det finns emellertid andra förhållanden som talar för att en särskild riskpremie bör användas. Kammarrätten ansåg i domarna avseende föregående tillsynsperiod att det med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer var rimligt att använda en särskild riskpremie. Att det fortfarande finns osäkerhetsfaktorer vid bedömningen av de i WACC-beräkningen ingående parametrarna, visas redan av att Energimarknadsinspektionens konsulter har gjort olika bedömningar i flera avseenden, vilket också enligt dem motiverar att en särskild riskpremie används. Det finns också en osäkerhet i fråga om avkastningskravet som är kopplat till förhandsregleringen som sådan. Även om denna risk kan antas avta om regleringsmodellen stabiliseras, är den ännu sådan att den måste beaktas.

Förvaltningsrätten anser sammanfattningsvis att det även nu ska ingå en särskild riskpremie vid kalkylränteberäkningen. Som framgår av det anförda anser förvaltningsrätten emellertid inte att samtliga risker som åberopas av elnätsföretagen motiverar en särskild riskpremie. Den kan därför inte vara så hög som elnätsföretagen anser. Förvaltningsrätten ansluter sig i fråga om storleken på den särskilda riskpremien till den bedömning som gjorts av Ernst & Young, dvs. att den ska uppgå till 0,5 procent.

Kreditriskpremie

Kreditriskpremien utgör den ränta, utöver den riskfria räntan, som en långivare kräver för att låna ut kapital till verksamheten. Energimarknadsinspektionen har i sitt beslut fastställt kreditriskpremien till 1,73 procent. Elnätsföretagen accepterar i och för sig Energimarknadsinspektionens

metod för beräkning av kreditriskpremien men anser att den på grund av ett räknefel har blivit för låg. Kreditriskpremien ska enligt elnätsföretagen rätteligen vara 1,8 procent. Energimarknadsinspektionen medger en sådan ändring av kreditriskpremien.

Förvaltningsrätten finner inte anledning att göra någon annan bedömning än att kreditriskpremien bör fastställas till 1,8 procent utifrån parternas samstämmiga mening.

Inflation

Inflationsförväntan används för att omvandla en nominell ränta till en real ränta. Energimarknadsinspektionen har fastställt inflationen till 2,03 procent utifrån Konjunkturinstitutets KPIF-prognos för inflation åren 2016–2019.

Elnätsföretagen anser att samma tidsperspektiv ska användas vid bedömningen av inflationen som vid beräkningen av riskfri ränta och att inflationen därför ska beräknas som ett genomsnitt av Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för inflationen åren 2016–2024. Vid en sådan beräkning blir inflationen 2,02 procent.

Förvaltningsrätten, som anser att riskfri ränta ska bedömas utifrån Konjunkturinstitutets nioåriga prognoser, anser att samma tidsperspektiv ska tillämpas även vid fastställandet av inflationen. Liksom vid bedömningen av den riskfria räntan anser förvaltningsrätten att det är Konjunkturinstitutets rapport från mars 2015 som ska ligga till grund för bedömningen av inflationen. Inflationsförväntan ska därför ändras från 2,03 procent till 2,04 procent.

Slutsatser

Förvaltningsrätten anser att de värden som Energimarknadsinspektionen i sin kalkylränteberäkning har bestämt för parametrarna skuldandel och betavärde inte ska ändras. Parterna är ense om att parametern kreditriskpremie ska ändras. Förvaltningsrätten gör samma bedömning. Förvaltningsrätten anser slutligen att parametrarna riskfri ränta, marknadsriskpremie, särskild riskpremie och inflation ska ändras. Följande värden ska gälla för respektive parameter.

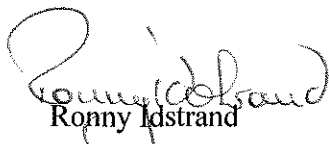
Skuldandel	52 %
Riskfri ränta	4,01 %
Marknadsriskpremie	5,0 %
Equity beta	72 %
Särskild riskpremie	0,5 %
Kreditriskpremie	1,8 %
Inflationsförväntan	2,04 %


Dessa värden leder till en nominell kalkylränta före skatt – den s.k. omvandlingsräntan – om 8,01 procent och en real kalkylränta före skatt om 5,85 procent. Överklagandena ska därför bifallas på så sätt att den reala kalkylräntan före skatt bestäms till 5,85 procent.

Parterna är ense om att det bör ankomma på Energimarknadsinspektionen att beräkna respektive elnätsföretags intäktsram till faktiskt belopp. Förvaltningsrätten gör samma bedömning. Målen ska därför överlämnas till Energimarknadsinspektionen för sådan beräkning.

HUR MAN ÖVERKLAGAR

Information om hur man överklagar finns i bilaga I (DV 3109/1D).


Ronny Idstrand
rådman


Ulf Jonare
rådman (skiljaktig, se nästa sida)

I avgörandet har även nämndemännen Bo Arvidsson, Majvor Gyllhamn,
Maritha Hörsing (skiljaktig, se nästa sida) och Leif Karlsson deltagit.

Föredraganden har varit Elin Stom, Mari Upphagen och Marie Wickström.

SKILJAKTIG MENING

Vi delar majoritetens bedömning i samtliga frågor utom avseende den särskilda riskpremien. I den delen gör vi, av nedanstående skäl, samma bedömning som Energimarknadsinspektionen och anser alltså att det inte ska ingå någon särskild riskpremie i kalkylränteberäkningen. Vårt ställningstagande i denna fråga medför att den reala kalkylräntan före skatt bör fastställas till 5,55 procent.

Liksom Energimarknadsinspektionen anser vi att det tydligt bör framgå vilka risker som motiverar en särskild riskpremie. Kammarrätten ansåg i sina domar avseende föregående tillsynsperiod att en särskild riskpremie skulle användas. Detta motiverades med att det var rimligt att använda en sådan premie med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer. Kammarrätten beskrev emellertid inte närmare vilka osäkerhetsfaktorer som avsågs.

I fråga om regulatoriska risker kan det först konstateras att varken Ernst & Young eller Montell & Partners anser att sådana risker motiverar en särskild riskpremie. Grant Thornton gör motsatt bedömning, dock utan någon närmare analys. Även Kenth Skogsvik anser att den regulatoriska risken motiverar en särskild riskpremie. Hans argumentation utgår emellertid från att regleringen enbart kan medföra en för låg avkastning, vilket enligt Ernst & Young är en utgångspunkt som kan ifrågasättas. I dessa delar ger därför utredningen inte något entydigt stöd för att den regulatoriska risken motiverar en särskild riskpremie.

Vid föregående tillsynsperiod ingick bland jämförelsebolagen även bolag som delvis bedrev icke reglerad verksamhet. I förhållande till sådana bolag kan det ha funnits en regulatorisk risk som inte avspeglades i betavärdet. Nu utgörs emellertid jämförelsebolagen av elnätsföretag som, såvitt framgår av

utredningen, i vart fall på ett övergripande plan regleras på samma sätt som de svenska elnätsföretagen. De risker som följer av regleringen bör därför vara välkända och omfattas av betavärdet.

Enligt vår mening finns det därför skäl att göra avsteg från kammarrättens bedömning i fråga om den regulatoriska risken. Den bör alltså inte beaktas vid bedömningen av den särskilda riskpremien.

I fråga om andra osäkerhetsfaktorer som kan motivera en särskild riskpremie kan följande noteras. Energimarknadsinspektionens konsulter anser att en särskild riskpremie bör tillämpas främst med hänsyn till osäkerheten kring fastställandet av de olika parametrarna i WACC-beräkningen. Att det råder viss osäkerhet är i och för sig tydligt. Den utredning som har presenterats i målen ger emellertid inte stöd för att osäkerheten vid bedömningarna enbart talar till elnätsföretagens nackdel; det torde alltså även vara möjligt att den regulatoriska kalkylräntan är högre än ett bolags "verkliga" kalkylränta. Ernst & Young hänvisar till rapporter där detta har bedömts vara fallet.

Den osäkerhet som gäller vid parameterbedömningen bör vidare gälla inte bara vid kalkylränteberäkning för elnätsföretag utan även vid många andra WACC-bedömningar. Med motsvarande osäkerhetsresonemang skulle alltså en särskild riskpremie behövas även vid kalkylränteberäkningar där det saknas särskilt utpekade risker som inte omfattas av betavärdet.

Vi anser mot denna bakgrund att inte heller att osäkerheten i bedömningarna utgör motiv för en särskild riskpremie. Eftersom vi i övriga delar – illikviditetsrisk m.m. – har samma uppfattning som majoriteten medför våra bedömningar att den särskilda riskpremien bör bestämmas till 0,0 procent.