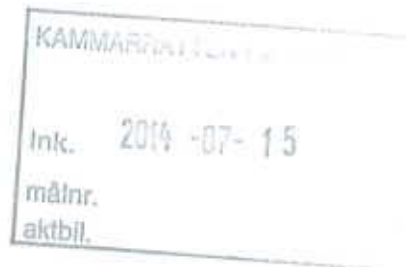


Kammarrätten i Jönköping  
 Avdelning 1  
 Box 2203  
 550 02 Jönköping  
[kammarrattenijonkoping@dom.se](mailto:kammarrattenijonkoping@dom.se)



## YTTRANDE III

### **Mål nr 61-14; Energimarknadsinspektionen ./.** **Fortum Distribution AB**

Fortum Distribution AB ("Fortum") får härmed yttra sig enligt följande över EI:s komplettering av sitt överklagande avseende kalkylräntan av den 31 mars 2014 ("Komplettering II") samt EI:s yttrande den 26 juni 2014 ("Komplettering III") i den del det avser kalkylräntan.

I detta yttrande använder Fortum följande förkortningar och definitioner:

<b>Beslutet</b>	EI:s beslut den 28 oktober 2011 om intäktsramar för redovisningsenhet REL00860
<b>Besluts- utkastet</b>	EI:s promemoria "Kalkylränta i elnätsverksamhet (version 1.1)" daterad den 13 maj 2011
<b>De Ridder och Råsbrant</b>	Utlåtande från Adri De Ridder och Jonas Råsbrant "Några synpunkter avseende svensk elnätsverksamhet", daterat mars 2014 (Bilaga 3 till Komplettering II)
<b>Domen</b>	Förvaltningsrättens dom den 11 december 2013 i mål nr 8015-11



ADVOKATFIRMAN VINGE KB • SMÅLANDSGATAN 20 • BOX 1703 • SE-111 87 STOCKHOLM • SWEDEN  
 TEL +46 (0)10 614 30 00 • FAX +46 (0)10 614 31 90 • [www.vinge.se](http://www.vinge.se)

STOCKHOLM • GÖTEBORG • MALMÖ • HELSINGBORG • BRYSSEL • SHANGHAI

<b>EI</b>	Energimarknadsinspektionen
<b>EY II</b>	Utlåtande från EY ”Energimarknadsinspektionen: Uppdaterad WACC för elnätsföretag”, daterat 26 mars 2014 (Bilaga 1 till Komplettering II)
<b>Fortum</b>	Fortum Distribution AB
<b>Ganslandt II</b>	Utlåtande från docent Mattias Ganslandt, ”Kompletteringar rörande skälig kalkylränta för elnätsföretag under tillsynsperioden 2012-2015”, daterat den 10 juli 2014
<b>GT II</b>	Utlåtande från Grant Thornton (GT) ”Utlåtande Avseende estimering av kalkylränta (WACC) för elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015.”, daterat den 21 mars 2014 (Bilaga 2 till Komplettering II)
<b>Komplettering I</b>	EI:s första komplettering av sitt överklagande den 28 februari 2014
<b>Komplettering II</b>	EI:s andra komplettering av sitt överklagande den 31 mars 2014
<b>Komplettering III</b>	EI:s yttrande den 26 juni 2014
<b>KPMG II</b>	Utlåtande från KPMG ”Kommentarer till uppdaterade WACC-beräkningar avseende elnätsföretag framförda av Energimarknadsinspektionen”, daterat den 10 juli 2014
<b>Princip-rapporten</b>	EI:s rapport R2009:09 Förhandsreglering av elnätsavgifter – principiella val i viktiga frågor
<b>PwC II</b>	Utlåtande från PwC ”Synpunkter och kommentarer till Ei:s överklagande av förvaltningsrättens dom”, daterat den 9 juli 2014
<b>Skogsvik II</b>	Utlåtande från professor Kenth Skogsvik ”Kompletterande synpunkter angående mätningen av real kapitalkostnad för svenska elnätsföretag”, daterat den 3 juli 2014
<b>Slutrapporten</b>	EI:s rapport R2010:24 Förhandsprövning av elnätstariffer – slutrapport inför första tillsynsperioden 2012–2015
<b>Yard II</b>	Utlåtande Stefan Yard ”Utlåtande om kalkylränta för svenska elnätsföretag” daterat den 5 mars 2014 (Bilaga 4 till Komplettering II)

## Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>Sammanfattande kommentarer.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Inledning .....</b>	<b>6</b>
2.1	EI brister i konsekvens.....	6
2.2	Bakgrunden till Fortums bemötande av EI:s kalkylränteargumentation i Komplettering II och III .....	8
2.3	EI:s Komplettering III .....	11
2.4	Disposition .....	14
<b>3</b>	<b>Fortums talan vid förvaltningsrätten.....</b>	<b>15</b>
<b>4</b>	<b>Förvaltningsrättens dom och EI:s inställning till denna .....</b>	<b>16</b>
4.1	Inledning .....	16
4.2	Prövningen av de sex parametrarna .....	18
4.2.1	<i>Inledning.....</i>	<i>18</i>
4.2.2	<i>Risfri ränta.....</i>	<i>18</i>
4.2.3	<i>Särskild riskpremie .....</i>	<i>20</i>
4.2.4	<i>Justering av betavärdet med Bloombergomräkning.....</i>	<i>22</i>
4.2.5	<i>Kreditriskpremie.....</i>	<i>24</i>
4.2.6	<i>Skuldsättningsgrad .....</i>	<i>25</i>
4.2.7	<i>Avdrag för skatte kredit .....</i>	<i>27</i>
4.3	Förvaltningsrättens slutliga bedömning .....	29
4.4	EI:s argumentation till stöd för att Domen ska ändras vad gäller avdrag på grund av skattemässiga överavskrivningar.....	29
4.4.1	<i>Inledning.....</i>	<i>29</i>
4.4.2	<i>EI:s argumentation mot förvaltningsrättens slutsatser i Domen.....</i>	<i>30</i>
4.4.3	<i>EI:s påstående kring överavskrivningar och skatte kredit .....</i>	<i>32</i>
4.4.4	<i>Yards utlåtande .....</i>	<i>34</i>
4.5	SOU 2014:37.....	35
<b>5</b>	<b>En långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas.....</b>	<b>36</b>
5.1	EI har i Beslutet slagit fast att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas.....	36
5.2	Varför fastställde EI en långsiktigt stabil kalkylränta?.....	38
5.3	Kalkylräntan är regulatorisk.....	40
<b>6</b>	<b>EI:s experters beräkningar av en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv saknar relevans och innehåller dessutom betydande brister.....</b>	<b>40</b>
6.1	Inledning .....	40
6.2	Skogsviks, KPMG:s och PwC:s rapporter visar att även en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till åtminstone 6,5 % .....	42
6.3	De sex parametrarna .....	43
6.3.1	<i>Risfri ränta.....</i>	<i>43</i>

6.3.2	<i>Den särskilda riskpremien</i> .....	46
6.3.3	<i>Justering av betavärdet med Bloombergomräkning</i> .....	48
6.3.4	<i>Kreditriskpremien</i> .....	48
6.3.5	<i>Skuldsättningsgrad</i> .....	51
6.3.6	<i>Avdrag för eventuell skattecredit</i> .....	51
6.4	Särskilt om De Ridder och Råsbrant.....	51
6.5	Särskilt om Yard II.....	52
<b>7</b>	<b>EI:s ex post-beräkning</b> .....	<b>54</b>
<b>8</b>	<b>EI:s jämförelse med övriga nordiska länder</b> .....	<b>54</b>
8.1.1	<i>Den regulatoriska kalkylräntan ska spegla ett rimligt avkastningskrav för svenska elnätsföretag</i> .....	54
8.1.2	<i>De olika länderna tillämpar olika metoder för att beräkna kalkylränta och fastställa de i beräkningen ingående parametrarna</i> .....	55
8.1.3	<i>EI:s jämförelse tar inte hänsyn till skillnaderna i regulatorisk modell mellan länderna</i> .....	57
	<b>BILAGOR</b> .....	<b>58</b>

## 1 Sammanfattande kommentarer

Parterna är överens om att det är EI:s Beslut gällande kalkylräntan, inklusive de skäl för Beslutet som anförs i underbilaga 4 samt den metod för beräkningen av kalkylräntan som tillämpas däri, som är föremål för prövning i detta mål.

Det är EI som velat skapa förutsättningar för en kalkylränta som inte "går upp och ned över tiden" och som beslutat att kalkylräntan ska vara långsiktigt stabil. EI har gjort detta genom en stegvis justering av den genomsnittliga kalkylränta som EY och GT beräknat.

Förvaltningsrätten har utförligt analyserat EI:s beslutsskäl och den metod som tillämpats för beräkningen av kalkylräntan i underbilaga 4. Efter noga övervägande har förvaltningsrätten konstaterat att EI i ett flertal hänseenden underskattat de i kalkylränteberäkningen ingående parametrarna. Förvaltningsrätten har mot bakgrund härav justerat kalkylräntan i höjande riktning.

Fortums uppfattning är att förvaltningsrätten har kommit till ett korrekt och välgrundat slut.

EI anger i Komplettering II och III överhuvud inte någon inställning till Domen såvitt avser fem av de sex parametrar som förvaltningsrätten prövat. Istället för att bemöta förvaltningsrättens slutsatser och argumentera för och åberopa utredning till stöd för att den av EI utförda kalkylränteberäkningen varit riktig försöker EI att distansera sig från sitt eget Beslut och skälen för detta. EI vill nu inte kännas vid den beräkning som EI gjort i underbilaga 4. EI åberopar vidare utredning som saknar relevans för och inte stödjer den kalkylränteberäkning som EI gjort.

EI:s förhållningssätt till Beslutet talar med styrka för att förvaltningsrätten gjort en korrekt bedömning.

Den nya utredning som EI åberopat i kammarrätten kan inte läggas till grund för prövningen av kalkylräntan för tillsynsperioden 2012-2015. Som framgått saknar EI:s nya expertrapporter relevans för den fråga som ska prövas i målet. I detta Yttrande III visar Fortum, med stöd av sina sakkunniga, att de av EI åberopade rapporterna dessutom innehåller allvarliga brister vilket leder till att deras beräkningar av kalkylräntan kraftigt underskattas.

Experterna använder bland annat en för låg riskfri ränta som inte motsvarar investeringshorisonten (samtliga), en för låg kreditriskpremie (EY och Yard) och för låga betavärden (De Ridder och Råsbrant och Yard). Oaktat om ett fyraårsperspektiv eller långsiktigt stabilt perspektiv tillämpas avviker EI:s experter från vedertagen ekonomisk teori när de inte beräknar hela kalkylräntan med utgångspunkt i de aktuella anläggningarnas (elnätens) ekonomiska livslängd.

## 2 Inledning

### 2.1 EI brister i konsekvens

1. Fortum har från det att kammarrätten påbörjade handläggningen av EI:s överklagande varit väl medvetet om kammarrättens krav att parterna undviker upprepningar och begränsar processmaterialet i målet.
2. Mot bakgrund av den grundliga analys som förvaltningsrätten gjort i Domen var även Fortums inställning inledningsvis att skriftväxlingen i kammarrätten borde kunna vara mycket begränsad.
3. Som en följd av EI:s processföring i kammarrätten har emellertid målet till stor del kommit att handla om sådant som överhuvud inte varit föremål för diskussion mellan parterna vid förvaltningsrätten.
4. EI:s Komplettering I – III innehåller en mängd helt nya påståenden och argument, eller påståenden och argument som i vart fall endast har behandlats knapphändigt vid förvaltningsrätten, samt resonemang som överhuvud inte har bäring på de frågor som ska prövas i målet. Till detta kommer EI:s försök att förvränga historiken bakom och innehållet i EI:s Beslut i syfte att kringgå de tydliga ställningstaganden förvaltningsrätten gjort beträffande Beslutets innehåll och konsekvenser.
5. Om EI i kammarrätten konsekvent hade hållit sig till sina ställningstaganden i Beslutet och tillfört målet utredning av relevans för de sakfrågor som ska prövas hade Fortums bemötande av överklagandet kunnat vara mycket begränsat till sin omfattning. Nu är så inte fallet.
6. Istället för EI resonemang som saknar all relevans mot bakgrund av de ställningstaganden EI gjort inför och i Beslutet. Nedanstående uppställning exemplifierar några av de frågor där EI i kammarrätten för resonemang som inte är förenliga med vad EI tidigare gett uttryck för eller överhuvud inte har med sakfrågorna i målet att göra.

	EI 2011	EI 2014
<b>elnätsföretagens intäkter</b>	<i>"en dryg fjärdedel av elnätsföretagen går med förlust"</i>  <i>"en majoritet av företagen ... skulle behöva ta ut högre avgifter för att täcka sina investeringar"</i> <sup>2</sup>	överkompensation  <i>"de historiska intäkterna visar vilka intäkter som historiskt varit nödvändiga"</i> <sup>3</sup>
<b>schablonmetoden</b>	<i>metod utarbetad under två år</i> <sup>4</sup>  <i>"slagits fast"</i> <sup>5</sup>  <i>"god grund för förhandsregleringen"</i> <sup>6</sup>	<i>"arbetshypotes"</i> <sup>7</sup>  <i>"preliminär beräkningsgrund"</i> <sup>8</sup>  <i>"allvarliga brister"</i> <sup>9</sup>
<b>övergångsregeln</b>	<i>regel för att motverka höjda och instabila tariffer</i> <sup>10</sup>	<i>kalkylmetod för beräkning av skälig kostnadstäckning</i> <sup>11</sup>
<b>real annuitet vs. reallinjär metod</b>	<i>"nuvärdet av kapitalkostnaderna detsamma"</i> <sup>12</sup>	<i>"mycket stor påverkan på slutresultatet"</i> <sup>13</sup>
<b>kalkylräntan</b>	<i>ej gå upp och ner över tiden</i> <sup>14</sup>	<i>fluktuerande</i> <sup>15</sup>
<b>riskfria räntan</b>	<i>"långsiktigt perspektiv"</i> <sup>16</sup>  <i>"stabil"</i> <sup>17</sup>	<i>ej långsiktigt perspektiv</i> <sup>20</sup>  <i>fluktuerande</i> <sup>21</sup>

<sup>1</sup> EI pressmeddelande 14 oktober 2010, Bilaga 2 till Fortums yttrande vid förvaltningsrätten den 8 juni 2012.

<sup>2</sup> Artikel 11 februari 2011, Bilaga 1 till Fortums yttrande vid förvaltningsrätten den 8 juni 2012.

<sup>3</sup> Komplettering I, punkten 7.2.1.

<sup>4</sup> Slutrapporten, s. 5.

<sup>5</sup> EI:s Årsredovisning för år 2010, Bilaga 12 till Yttrande I, s. 20.

<sup>6</sup> EI:s Årsredovisning för år 2010, Bilaga 12 till Yttrande I, s. 20.

<sup>7</sup> Komplettering I, punkten 5.2.6.

<sup>8</sup> Komplettering I, punkten 5.2.6.

<sup>9</sup> Komplettering I, punkten 7.4.7.2.

<sup>10</sup> Se t.ex. s. 9 i Beslutet och EI:s yttrande i förvaltningsrätten daterat den 28 november 2012, s. 10.

<sup>11</sup> Se t.ex. Komplettering I, avsnitt 5.2.

<sup>12</sup> Principrapporten, s. 39.

<sup>13</sup> Komplettering I, punkten 4.3.2.

<sup>14</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>15</sup> Komplettering II, punkten 3.9.

<sup>16</sup> Underbilaga 4, s. 10.

	<i>"inte hoppa upp och ner"<sup>18</sup></i>	<i>upp- och nedgång i ränteläget ska beaktas<sup>22</sup></i>
	<i>inflation + BNP-utveckling istället för 10-årig statsobligation<sup>19</sup></i>	<i>10-årig statsobligation "bättre indikator"<sup>23</sup></i>
<b>skälen för EI:s Beslut avseende kalkylräntan underbilaga 4</b>	<i>"skälen framgår av Bilaga 3 med bilagor"<sup>24</sup></i>	<i>skälen framgår endast av Bilaga 3<sup>25</sup></i>
	<i>slutlig bedömning<sup>26</sup></i>	<i>ett av flera underlag<sup>27</sup></i>

7. EI:s inkonsekvens i grundläggande frågor har nödvändiggjort ny motargumentation och ny motbevisning från Fortums sida.

## 2.2 Bakgrunden till Fortums bemötande av EI:s kalkylränteargumentation i Komplettering II och III

8. I detta sammanhang ska särskilt noteras bakgrunden till innehållet i detta Yttrande III, som endast berör kalkylräntan och inte övergångsregeln.
9. Från maj 2011, när EI skickade ut Beslutsutkastet på remiss, till den 31 mars 2014, när EI gav in Komplettering II till kammarrätten, hade EI inte gett uttryck för något annat än att det är en långsiktigt stabil kalkylränta som ska tillämpas vid beräkningen av elnätsföretagens intäktsramar. I Beslutet angav EI bland annat att den riskfria räntan, som är en utslagsgivande parameter i kalkylränteberäkningen, ska fastställas utifrån ett *"långsiktigt perspektiv"* baserat på *"Riksbankens mål för inflation och en långsiktig förväntan av utvecklingen av BNP"* för att få *"en stabil grund för den riskfria*

<sup>17</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>20</sup> Komplettering II, punkten 3.9.

<sup>21</sup> Komplettering II, punkten 3.9.

<sup>18</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>19</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>22</sup> Komplettering II, punkten 3.10.

<sup>23</sup> Komplettering II, punkten 2.3.5.1.

<sup>24</sup> EI:s yttrande den 28 november 2012, s. 21.

<sup>25</sup> EI:s skrivelse den 16 april 2014 i mål nr 101-14.

<sup>26</sup> Se Bilaga 3 till Beslutet, s. 2, och Underbilaga 4.

<sup>27</sup> EI:s skrivelse den 16 april 2014 i mål nr 101-14.



räntenivån”.<sup>28</sup> Med tillämpning av denna metod fastställde EI den riskfria räntan till 4 %. Syftet med den tillämpade ansatsen var enligt EI att undvika ”[...] att den riskfria räntan 'hoppas upp och ner' mellan åren i tillsynsperioden och mellan tillsynsperioderna, dvs. en kalkylränta som går upp och ner över tiden.”<sup>29</sup> Det var alltså EI som ville skapa förutsättningar för en kalkylränta som inte skulle ”gå upp och ned över tiden” utan vara långsiktigt stabil.

10. I förvaltningsrätten rörde diskussionerna följaktligen uteslutande vad en rimlig nivå på en långsiktigt stabil kalkylränta bör uppgå till. Parterna var, som förvaltningsrätten konstaterat i Domen, överens om att det var detta tidsperspektiv som skulle anläggas vid beräkningen.<sup>30</sup>
11. Två och ett halvt år efter att Beslutet meddelades och efter två års processande i förvaltningsrätten angående vad nivån på en långsiktigt stabil kalkylränta uppgår till för EI i Komplettering II och III plötsligt resonemang till stöd för sitt överklagande av kalkylräntan som baseras på helt andra tidsperspektiv för fastställande av kalkylräntan än långsiktig stabilitet. Dessutom åberopas bevisning som baseras på dessa andra tidsperspektiv.
12. EI har dock i en skrivelse till kammarrätten bekräftat att vad EI anfört i Komplettering II ”*inte innebär en avvikelse*” från Beslutet, inklusive underbilaga 4.
13. Parterna är alltså överens om att det är Beslutet inklusive de skäl för Beslutet som anförs i underbilaga 4 samt den metod för beräkningen som tillämpas däri som är föremål för prövning i detta mål.
14. Förvaltningsrätten har utförligt analyserat EI:s beslutsskäl och den metod som tillämpats för beräkningen. Efter noga övervägande har förvaltningsrätten konstaterat att EI i ett flertal hänseenden underskattat de i kalkylränteberäkningen ingående parametrarna och har, bland annat därför, justerat kalkylräntan i höjande riktning.

---

<sup>28</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>29</sup> Underbilaga 4, s. 10.

<sup>30</sup> Se t.ex. Domen, s. 55.

15. Det naturliga hade således varit om EI till stöd för sitt överklagande hade åberopat utredning som visar att EI:s resonemang och beräkningar i underbilaga 4 var korrekta.
16. Detta har EI inte gjort. Istället vill EI inte kännas vid den beräkning av kalkylräntan som EI gjort i underbilaga 4 och åberopar istället utredning som saknar relevans för den metod som EI tillämpat i Beslutet.
17. Fortum hemställde i Yttrande II att EI skulle klargöra varför EI:s resonemang och utredning som rör en metod som inte har tillämpats i Beslutet är relevanta och var EI tidigare fört sådana resonemang. Hemställan gjordes med förhoppningen att Fortum skulle kunna undvika att i sak behöva bemöta EI:s irrelevanta argumentation kring tidsperspektivet för kalkylräntan och därmed undvika att tynga målet med ytterligare utredning som saknar betydelse för de frågor som ska prövas. Fortum ville genom sin hemställan även belysa att EI:s resonemang är oförenliga dels med Beslutet, dels med EI:s agerande under förvaltningsrättsprocessen.
18. Det ska särskilt noteras att Yttrande II endast utgjorde en kommentar till vad EI anfört i Komplettering II och sin skrivelse den 16 april 2014. Yttrande II innehöll således inga upprepningar av vad som anförts vid förvaltningsrätten.
19. EI har i Komplettering III undvikit att besvara Fortums frågor. EI har istället anfört bland annat att EI i Beslutet inte ”fastställt *en långsiktig stabil kalkylränta*”. EI framför vidare vaga och undflyende påståenden om att EI ”*aldrig 'valt' enskilda parametervärden utan endast gjort olika jämförelser inför en samlad bedömning*” och att den åberopade utredningen är relevant för prövningen eftersom den ”*utvisar att EI:s samlade bedömning av en rimlig kalkylränta var korrekt*”.<sup>31</sup>
20. Det är tydligt att EI försöker distansera sig från sitt eget Beslut och skälen för detta. Det är också tydligt att EI genom att endast hänvisa till en ”*samlad bedömning*” vill undvika en granskning av den metod som EI tillämpat i Beslutet.
21. Även om Fortum alltså anser att de resonemang som EI för i Komplettering II och den utredning som åberopats av EI i kammarrätten inte rör den metod som har

---

<sup>31</sup> Komplettering III, punkterna 4.4 – 4.6.

tillämpats i Beslutet och som ska prövas i detta mål befinner sig Fortum tyvärr i den situationen att Fortum tvingas att i sak bemöta EI:s resonemang samt de nya expertutlåtanden som EI åberopat i kammarrätten.

22. Frågan om kalkylräntans nivå är av mycket stor betydelse för Fortums verksamhet, även i ett fyraårsperspektiv. Fortum kan därför inte riskera att utredning – som Fortum inte tidigare getts tillfälle att bemöta – läggs till grund för ett avgörande avseende kalkylräntan.
23. Nedan kommer Fortum att visa dels att det inte föreligger skäl att ändra Domen ifråga om kalkylräntan, dels att EI:s resonemang i Komplettering II och III samt åberopad utredning inte bara är irrelevanta utan också i avgörande delar är felaktiga.

### 2.3 EI:s Komplettering III

24. Som konstaterats ovan försöker EI i Komplettering III att distansera sig från sitt eget Beslut. Fortum vill inledningsvis lyfta fram några av de felaktiga påståenden som EI gör i Komplettering III beträffande Beslutets innebörd och den bedömning kammarrätten har att göra när det gäller kalkylräntan.
25. Vad rör EI:s påstående att EI i Beslutet inte skulle ha ”fastställt *’en långsiktigt stabil kalkylränta’*”<sup>32</sup> hänvisas till vad Fortum anfört i Yttrande II samt vad som anförs i avsnitt 5.1 nedan.
26. Det ska särskilt noteras att EI i Komplettering III överhuvud inte har kommenterat vad Fortum anfört i Yttrande II om historiken bakom EI:s kalkylräntebeslut, bland annat det remissförfarande och den hearing som föregick Beslutet, och om EI:s agerande vid förvaltningsrätten.
27. EI anför vidare i Komplettering III att målet inte avser frågan om ”*enskilda parametrar i kalkylränteberäkningen utan ska ... avse en överprövning av [EI:s] beslut att fastställa kalkylräntan för tillsynsperioden 2012-2015 till 5,2 procent*”.<sup>33</sup> EI påstår vidare att EI ”*aldrig ’valt’ enskilda parametervärden utan endast gjort olika*

<sup>32</sup> Komplettering III, punkten 4.6.

<sup>33</sup> Komplettering III, punkten 4.1.

*jämförelser inför en samlad bedömning” och att innebörden av underbilaga 4 är att ”den bekräftar att konsulternas bedömning är rimlig även om man skulle göra andra bedömningar av enskilda parametrar”.<sup>34</sup>*

28. Som framgår av Yttrande II är det ostridigt att kammarrättens prövning avser en kalkylränta för tillsynsperioden. Detta är överhuvud inte en fråga i målet. Det ska särskilt påpekas att det inte föreligger någon motsättning mellan att fastställa en kalkylränta för tillsynsperioden och en kalkylränta som fastställs med ansatsen att den ska vara långsiktigt stabil.
29. En kalkylränta för tillsynsperioden kan fastställas utifrån olika metoder och med tillämpning av olika grundantaganden för beräkningen. Kalkylräntan för tillsynsperioden kan till exempel bestämmas utifrån ett långsiktigt stabilt perspektiv eller utifrån ett mer kortsiktigt perspektiv. När prövningen av om EI:s Beslut att fastställa en kalkylränta för tillsynsperioden om 5,2 % var riktigt måste denna prövning naturligtvis ske med tillämpning av samma metod och samma grundantaganden som EI tillämpat i Beslutet. Det är EI som i Beslutet justerat de parametrar som förvaltningsrätten prövat i Domen.
30. EI kan inte nöja sig med konstaterandet att kalkylräntan ”vid en samlad bedömning” uppgår till en viss nivå. Kalkylräntan ska beräknas utifrån ekonomiskt vedertagna metoder och de grundantaganden som görs ska tillämpas stringent genom beräkningen. För att avgöra om kalkylräntan beräknats på ett korrekt sätt måste man naturligtvis analysera den beräkning som skett.
31. EI:s beräkning återfinns i underbilaga 4. EI anger i underbilaga 4 att ”[i]ngångsvärdena för EI:s kalkylränteberäkning utgörs av de ränteberäkningar som Ernst & Young och Grant Thornton lämnat till EF” (vår understrykning) och att EI sedan gör ”vissa ändringar av ingångsvärdena i denna analys av vad som kan anses vara en rimlig kalkylränta”.<sup>35</sup>

<sup>34</sup> Komplettering III, punkterna 4.3 – 4.4.

<sup>35</sup> Underbilaga 4, s. 20.

32. EI har inte i underbilaga 4 endast gjort ”jämförelser” av parametervärden. Det framgår av vad EI själv skriver i underbilaga 4 att EI i sin kalkylränteberäkning tydligt tar ställning beträffande de parametrar som EI analyserar närmare. EI:
- (i) gör en justering av konsulternas parametervärden för riskfri ränta till 4 %,
  - (ii) exkluderar den Bloombergomräkning som GT gör av betavärdena (vilket motsvarar ett avdrag om 0,3 %),
  - (iii) justerar konsulternas parametervärden avseende den icke-systematiska risken till 0,5 %,
  - (iv) justerar konsulternas bedömning av skuldandelen till 50 %, och
  - (v) räknar om kalkylräntan från efter skatt till före skatt med en schablonmässig skattesats om 20 %.<sup>36</sup>
33. Det anges inte något i underbilaga 4 om att EI:s kalkylränteberäkning skulle ”*bekräfta att konsulternas bedömning är rimlig*”. Tvärtom innebär samtliga de justeringar som EI gjorde en avvikelse från konsulternas bedömningar.
34. Det faller på sin egen orimlighet att EI först (i underbilaga 4) skulle konstatera att det finns anledning att ändra konsulternas bedömningar på flera punkter, för att sedan konstatera att samma bedömningar (utan ändringar) ska ingå i en ”samlad bedömning” av kalkylräntans nivå.
35. Konsulterna klagade vidare i sina rapporter att flera parametrar måste uppdateras inför Beslutet, och därefter även under tillsynsperioden. Menar EI att man har låtit sådana parametrar ingå som en del i en ”samlad bedömning”, trots att någon uppdatering inte gjorts inför Beslutet och inte heller skulle göras under tillsynsperioden? Även detta faller på sin egen orimlighet.
36. Om EI skulle ha gjort en sådan ”samlad bedömning” som påstås hade det varit naturligt om EI hade gett in utredning som syftar till att visa att varje enskild beräkning som gjorts i de underlag som ingått i EI:s påstått ”samlade bedömning” varit korrekt. En korrekt ”samlad bedömning” måste naturligtvis bygga på korrekta – och stringenta –

---

<sup>36</sup> Se underbilaga 4, s. 21.

underlag. Dessutom måste det, med hänsyn till bland annat kravet på transparens, vara möjligt för en utomstående att förstå hur EI:s ”samlade bedömning” gått till. EI tycks emellertid vilja undvika en detaljerad diskussion om innehållet i de underlag som EI synes mena ingår i den ”samlade bedömningen”.

37. Om EI tillåts att (i efterhand) motivera sitt Beslut med det svepande påståendet att det utgjorde en ”samlad bedömning” skulle den regulatoriska osäkerheten vara total. Det skulle vara omöjligt att utföra en meningsfull granskning av ett sådant beslut eftersom transparensen i beslutsfattandet blir obefintlig.
38. I förarbetena till ellagen anges att den tillåtna avkastningen ska beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder.<sup>37</sup> EU-domstolen har dessutom betonat det krav på transparens och förutsebarhet som gäller beträffande elmarknadsdirektivets artikel 37.6, enligt vilken EI ”ska ansvara för att, innan dessa träder i kraft, fastställa eller godkänna åtminstone metoder som används för att beräkna eller fastställa villkoren...” för elnätstarifferna. Även av allmänna rättsgrundsatser följer krav på förutsebarhet och transparens i EI:s beslutsfattande. Om EI:s påstående att Beslutet endast utgjort en ”samlad bedömning”, där någon granskning av enskilda parametrar i beräkningen inte låter sig göras, vore korrekt hade Beslutet stridit mot kravet på tillämpning av vedertagna ekonomiska metoder samt kravet på förutsebarhet och transparens.

## 2.4 Disposition

39. Detta Yttrande III innehåller inledningsvis en kort redogörelse för hur Fortums överklagande av Beslutet till förvaltningsrätten var upplagt i den del som avsåg den av EI beslutade kalkylräntan. Därefter följer en genomgång av Domen och förvaltningsrättens ställningstaganden beträffande de sex parametrar i kalkylränteberäkningen som förvaltningsrätten gjorde en särskild prövning av. Genomgången visar att EI i sitt överklagande inte har anfört några skäl varför Domen skulle vara felaktig och ska ändras beträffande fem av de sex parametrarna. EI har alltså gjort ett ”blankt” överklagande vad gäller den övervägande delen av Domen.

<sup>37</sup> Prop. 2008/09:141, s. 79.

40. Därefter konstateras i avsnitt 5 att det är en långsiktigt stabil kalkylränta som ska prövas i detta mål. I denna del hänvisas dock framförallt till vad Fortum anfört i Yttrande II.
41. I avsnitt 6 – 8 redovisar Fortum varför EI:s resonemang kring alternativa sätt att beräkna kalkylräntan, dvs. en beräkning med tillsynsperioden som tidsperspektiv, *ex post*-beräkningar av kalkylräntan och jämförelser med kalkylräntor i andra nordiska länder, saknar relevans och dessutom är felaktiga. Fortum visar i avsnitt 6.2 att också en kalkylränta som fastställs med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till åtminstone 6,5 %. Dessa avsnitt kan kammarrätten i princip bortse från om kammarrätten, i likhet med Fortum, anser att EI:s resonemang kring dessa tidsperspektiv m.m. saknar betydelse för frågorna i målet.
42. Fortum har låtit några av Fortums experter vid förvaltningsrätten gå igenom och kommentera de nya expertutlåtanden som EI åberopat i kammarrätten. Professor Kenth Skogsviks, docent Mattias Ganslandts, PwC:s och KPMG:s utlåtanden ges in som Bilaga 1-4 till detta Yttrande III.

### **3 Fortums talan vid förvaltningsrätten**

43. Vid förvaltningsrätten invände Fortum och ett stort antal andra elnätsföretag mot den nivå på kalkylräntan som EI slagit fast i Beslutet, dvs. 5,2 %. Fortum gjorde gällande att en rimlig nivå på kalkylräntan uppgår till minst 6,6 %. Till stöd för sin inställning åberopade Fortum och övriga elnätsföretag ett antal expertutlåtanden. Samtliga expertutlåtanden pekade på en väsentligt högre kalkylränta än den EI fastställt.
44. Fortum framhöll bland annat att EI fastställt en kalkylränta som förväntas gälla långsiktigt och stabilt, men att EI:s beräkning innehöll ett flertal felaktigheter och inkonsekventa antaganden. Fortum framhöll dels att EI:s beräkning utgått från två konsultrapporter som haft helt andra utgångspunkter än dem som EI slagit fast i Beslutet och dels att EI:s justeringar av vissa parametrar i underbilaga 4 gjorts på ett felaktigt sätt. Fortum påpekade att om man utgår från EI:s egen beräkning men justerar de felaktigt bedömda parametrarna i underbilaga 4 uppgår EI:s kalkylränta till åtminstone 6,5 %. Fortums inställning ifråga om de delparametrar som justerats i underbilaga 4 hade stöd i de expertutlåtanden som Fortum åberopade.

## 4 Förvaltningsrättens dom och EI:s inställning till denna

### 4.1 Inledning

45. Förvaltningsrätten har i Domen fastställt kalkylräntan till 6,5 % för tillsynsperioden 2012-2015. Förvaltningsrättens avgörande grundar sig på det omfattande utredningsmaterial som lagts fram vid förvaltningsrätten. Parterna åberopade exempelvis inte mindre än tolv olika sakkunnigutlåtanden av betydelse för frågan om kalkylräntans nivå.
46. Förvaltningsrätten slår i Domen fast att förvaltningsrätten anser sig – med stöd av expertutlåtanden och övrig utredning, vad som framkommit i skriftväxlingen och vad som framkommit vid den muntliga förhandlingen – ha tillräckligt underlag för att avgöra vad som utgör en skälig kalkylränta.<sup>38</sup>
47. Förvaltningsrätten gör en stegvis prövning av fem parametrar som ingår i beräkningen av kalkylräntan. Dessutom prövar förvaltningsrätten om ett avdrag för skattekredit på grund av skattemässiga överavskrivningar ska göras vid kalkylränteberäkningen. Förvaltningsrättens prövning i sex steg motsvarar den metod som EI använde sig av i underbilaga 4 för att justera Konsulternas ”genomsnittsränta” och därvid ”slutligt bedömde” nivån på kalkylräntan.
48. Förvaltningsrätten anser sig visserligen inte ha möjlighet att slutgiltigt bestämma ett värde på de fem parametrarna som EI justerat i underbilaga 4, men tar ändå ställning parameter för parameter till den argumentation som anförts av parterna. Därutöver prövar förvaltningsrätten som nämnts frågan om något avdrag för skattekredit på grund av överavskrivningar ska göras.
49. Förvaltningsrätten har vid en bedömning baserad på en analys av de sex parametrar EI justerat i underbilaga 4, EI:s tidigare praxis vad gäller kalkylränta för elnätsföretag, regulatoriska kalkylräntor i andra branscher och en bedömning av vad som i övrigt anförts gällande samtliga i WACC-metoden ingående parametrar kommit fram till att en rimlig långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas till 6,5 % för tillsynsperioden.

---

<sup>38</sup> Domen, s. 44.



50. Fortums uppfattning är att förvaltningsrätten har kommit till ett korrekt och välgrundat slut. Det saknas anledning för kammarrätten att ändra Domen.
51. Som Fortum påpekat i Yttrande II hade det varit naturligt om EI i Komplettering II hade klargjort vilken inställning EI intar i förhållande till de olika parametrar som varit föremål för bedömning, dvs. om och i så fall varför EI anser att förvaltningsrättens ställningstagande ifråga om en viss parameter är felaktigt.
52. EI:s analys av Domen och varför förvaltningsrättens ställningstaganden skulle vara felaktiga lyser dock i stort med sin frånvaro. I själva verket har EI endast angett sin inställning till en av de sex parametrar som förvaltningsrätten gjort en särskild prövning av.
53. Det hade vidare varit naturligt om EI i kammarrätten hade åberopat utredning som visar att förvaltningsrättens bedömning av de sex parametrarna var felaktig och att EI:s beräkningar och parameterantaganden i underbilaga 4 var korrekta.
54. Någon sådan utredning har emellertid inte åberopats. Detta talar starkt för att förvaltningsrätten gjort en korrekt bedömning.
55. EI har till stöd för sitt överklagande beträffande kalkylräntan istället gett in och åberopat fyra nya expertutlåtanden vilka bygger på resonemang kring metoder för beräkning av kalkylräntan som inte tillämpats i Beslutet och som dessutom helt bortser från de ställningstaganden EI gjort i Beslutet.
56. Nedan sammanfattar Fortum förvaltningsrättens bedömning i vart och ett av de sex stegen av prövningen och bakgrunden till denna bedömning. Fortum redogör också för EI:s inställning – i den mån den framgått i Komplettering II – i förhållande till de olika parametrarna. Fortum vidhåller i sin helhet sin vid förvaltningsrätten anförda inställning beträffande respektive parameter.

## 4.2 Prövningen av de sex parametrarna

### 4.2.1 Inledning

57. De sex parametrar förvaltningsrätten särskilt prövat i Domen är: riskfri ränta, särskild riskpremie, justering av betavärdet med Bloombergomräkning, kreditriskpremie, skuldsättningsgrad och avdrag för skattekredit.

### 4.2.2 Riskfri ränta

58. Den riskfria räntan har en betydande inverkan på beräkningen av kalkylräntan eftersom den påverkar avkastningskravet på såväl eget som lånat kapital. Den riskfria räntan ska spegla investeringens tidshorisont. Om pengar binds för en längre tid måste kalkylen ta utgångspunkt i den riskfria ränta som gäller vid placeringar med motsvarande tidshorisont.

59. Eftersom EI beslutat att den riskfria räntan ska vara långsiktigt stabil är det inte tillräckligt att undersöka vad det idag kostar att binda pengar under den relevanta tidsperioden (dvs. investeringens tidshorisont). Istället måste analysen avse vad som utgör en förväntad uthållig nivå på den riskfria räntan, dvs. vad som utgör ett ”jämviktsläge” på lång sikt.

60. EI tillämpade i Beslutet en metod för att uppskatta en långsiktigt stabil riskfri ränta som innebar att den riskfria räntan beräknades genom att addera Riksbankens inflationsmål till den förväntade BNP-utvecklingen.

61. Elnätsföretagen invände inte mot denna metod för att beräkna den riskfria räntan. Fortums inställning vid förvaltningsrätten var att Fortum delade EI:s uppfattning att ett långsiktigt perspektiv ska anläggas vid fastställandet av den riskfria räntan och att en långsiktig förväntad utveckling av BNP och inflation kan användas vid bedömningen av en långsiktigt stabil riskfri ränta. Som Fortum och övriga elnätsföretag konstaterade vid förvaltningsrätten finns det dock ett antal faktorer som visar att EI:s uppskattade nivå på den riskfria räntan är för låg och att en långsiktigt stabil real riskfri ränta uppgår till 2,5 % (dvs. 4,5 % nominell ränta).

62. Parterna var alltså överens om metoden för den riskfria räntans beräkning. Den fråga som förvaltningsrätten hade att ta ställning till var om den nominella riskfria räntan skulle vara högre än de 4,0 % som EI fastställt i Beslutet. I praktiken hade förvaltningsrätten att avgöra nivån på den förväntade BNP-utvecklingen eftersom Riksbankens inflationsmål inte var föremål för diskussion mellan parterna.

**Förvaltningsrättens bedömning:**

63. Förvaltningsrätten gör inledningsvis en genomgång av de olika metoder som EI och nätföretagens experter använt sig av för att göra den riskfria räntan mer långsiktig.<sup>39</sup> Förvaltningsrätten konstaterar därefter att *”den metod som [EI] använt sig av för att beräkna den riskfria räntan, bestående i att addera Riksbankens inflationsmål med den förväntade BNP-utvecklingen, i sig är accepterad av nätföretaget. Därmed finns inte någon anledning att frångå denna metod.”*<sup>40</sup>
64. Förvaltningsrätten finner därmed att *”den riskfria räntan kan beräknas utifrån Riksbankens inflationsmål om 2,0 procent med tillägg för förväntad BNP-utveckling.”*<sup>41</sup>
65. När det gäller förväntad BNP-utveckling anför förvaltningsrätten att *”[p]arterna är överens om att ett långsiktigt perspektiv ska tillämpas. Detta kan ge ett missvisande värde sett över en eller ett fåtal tillsynsperioder men är tänkt att långsiktigt ge ett skäligt resultat.”*<sup>42</sup> Baserat på utredningen i målet finner förvaltningsrätten att *”... en förväntad BNP-utveckling kan uppskattas till dryga 2,0 procent med utrymme för viss justering.”*<sup>43</sup>
66. Eftersom EI:s beslut innebar en nominell riskfri ränta om 4,0 % kan förvaltningsrätten med *”utrymme för viss justering”* endast ha avsett en justering i höjande riktning.

---

<sup>39</sup> Domen, s. 44 f.

<sup>40</sup> Domen, s. 45, fjärde stycket.

<sup>41</sup> Domen, s. 46, andra stycket.

<sup>42</sup> Domen, s. 46 andra stycket.

<sup>43</sup> Domen, s. 46, in fine.

**EI:s inställning till Domen:**

67. EI redogör i Komplettering II överhuvud inte för vilken inställning EI har till förvaltningsrättens avgörande rörande den riskfria räntan. Det beror sannolikt på att förvaltningsrätten har tillämpat samma metod för att bestämma den riskfria räntan som EI själv tillämpat i Beslutet och kommit fram till samma nivå på den riskfria räntan som EI gjort i Beslutet ("med utrymme för viss justering").
68. Eftersom förvaltningsrättens syn på den riskfria räntan är helt i linje med EI:s Beslut får det antas att EI inte har några invändningar mot att en riskfri ränta om åtminstone 4,0 % ska tillämpas vid kalkylränteberäkningen.
69. Det hade därmed varit naturligt att EI när EI lämnade nya uppdrag till sina experter inför prövningen i kammarrätten angett att en förutsättning för experternas arbete var att en riskfri ränta om 4,0 % skulle tillämpas vid experternas beräkningar. Så har emellertid inte skett.
70. I samtliga EI:s expertrapporter tillämpas istället en lägre riskfri ränta än vad EI beslutat om (förutom EY II som i sitt maxalternativ för reglerperioden tillämpar en riskfri ränta om 4,01 %). Det kan konstateras att inte någon av experterna använder sig av den metod för beräkning av den riskfria räntan som EI tillämpade i Beslutet.
71. Det får förutsättas – mot bakgrund av EI:s besked att Beslutet alltså gäller – att EI inte ansluter sig till någon av experternas synsätt vad gäller den riskfria räntan.
72. EI kan naturligtvis inte ändra sitt Beslut till nackdel för elnätsföretagen. Redan av denna anledning kan experternas rapporter inte läggas till grund för kammarrättens avgörande såvitt avser den riskfria räntan och kalkylräntan. Inte någon av experterna tycks heller ha utgått från ansatsen att den riskfria räntan ska fastställas till en långsiktigt stabil nivå. EI:s experters bedömningar av nivån på den riskfria räntan saknar även av detta skäl betydelse för bedömningen av nivån på en långsiktigt stabil kalkylränta.
- 4.2.3 *Särskild riskpremie*
73. Den s.k. CAPM-metoden, som används vid beräkning av avkastningskravet för eget kapital, fångar inte upp alla de risker som kan vara förenade med en viss investering.

Därför görs vanligtvis ett särskilt risktillägg i kalkylen för att kompensera för sådana risker. Det kan till exempel vara fråga om sådan regulatorisk risk, kassaflödesrisk och strukturell risk som nätföretagens verksamhet omfattas av. Även nya och ökade krav på nätföretagen kan motivera en höjning av risktillägget.

74. EI tillämpade under åren 2003-2009 en särskild riskpremie om 1,0 %.
75. GT tillämpade i sin beräkning ett riskpremietillägg om 1,2 % och EY ett riskpremietillägg om 0-1%. I Beslutet sänkte EI den särskilda riskpremien till 0,5 % med hänvisning till den finska regleringen.
76. Fortums och övriga elnätsföretags inställning vid förvaltningsrätten var att det särskilda riskpremietillägget för de svenska elnätsföretagen ska uppgå till åtminstone 1 % med hänsyn till – förutom illikviditet – de övriga risker som är förenade med en investering i elnätsverksamhet.

#### **Förvaltningsrättens bedömning:**

77. Förvaltningsrätten konstaterar inledningsvis att EI:s ”hänvisning till den finska regleringen inte säger något om risknivån för de svenska nätföretagen.”<sup>44</sup> Förvaltningsrätten finner sedan att det inte heller har framkommit något som motiverar en med den finska regleringen likvärdig riskpremie. Vidare konstaterar förvaltningsrätten att det inte har framkommit något som visar att riskerna för elnätsföretagen kan förväntas minska.<sup>45</sup> Förvaltningsrätten drar därefter följande slutsats:

*”Förvaltningsrätten konstaterar att [EI] tidigare år har utgått från en särskild riskpremie om 1,0 procent och att i princip samtliga rapporter och expertutlåtanden ger uttryck för att den särskilda riskpremien bör vara högre än de 0,5 procent som [EI] beslutat om.”*<sup>46</sup>

<sup>44</sup> Domen, s. 47, fjärde stycket.

<sup>45</sup> Domen, s. 47, fjärde stycket.

<sup>46</sup> Domen, s. 47, sista stycket – s. 48, första stycket.

**EI:s inställning till Domen:**

78. EI klargör överhuvud inte vad EI har för inställning till förvaltningsrättens bedömning avseende den särskilda riskpremien.
79. Som framgått ovan tycks inte någon av de expertrapporter EI åberopar utgå från att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas. Det ska dock noteras att tre av de fyra nya expertrapporter EI åberopat i kammarrätten tillämpar en högre särskild riskpremie än den som EI tillämpat i Beslutet (dvs. 0.5 %). Den fjärde experten, EY, har – i stort sett utan närmare motivering – i maxalternativet sänkt sin tidigare särskilda riskpremie från 1 % till 0,5 %.
80. Det kan således konstateras att samtliga experter, förutom EY, alltiämt anser att en högre särskild riskpremie än den EI tillämpat i Beslutet är motiverad. Det saknas således anledning att göra någon annan bedömning än den förvaltningsrätten har gjort vad gäller den särskilda riskpremien.
81. När det gäller EI:s beslut att tillämpa samma särskilda riskpremie som i Finland bör noteras att det föreligger skillnader mellan den finska och den svenska regleringen som får betydelse för riskbedömningen. En sådan skillnad är att kostnaden för avbrottsersättning i den finska regleringen ingår som en referenskostnad för kommande perioder medan det i Sverige är en kostnad som drabbar elnätsföretagen. En enskild större storm kan föranleda avbrottsersättning i storleksordningen 50-70 miljoner kronor enbart för Fortum.
- 4.2.4 *Justering av betavärdet med Bloombergomräkning*
82. Framräknade betavärden brukar i allmänhet justeras genom en s.k. Bloombergomräkning. Anledningen är att risken i varje tillgång (enligt ett empiriskt samband) rör sig mot ett marknadsgenomsnitt och att betavärdet med tiden tenderar att gå mot marknadens mitt, dvs. 1,0.
83. Företag med hög risknivå stabiliseras med tiden och rör sig nedåt i ”riskskalan” medan företag med låg risknivå rör sig uppåt i ”riskskalan”. Justeringen görs för att korrigera för det förhållandet att betavärdena speglar företagens historiska och inte framtida

risker. Detta ligger i linje med att WACC-metoden strävar efter ett framåtblickande avkastningskrav.

84. GT, men inte EY, tillämpade i sin ursprungliga rapport en Bloombergomräkning. EI exkluderade i Beslutet Bloombergomräkningen med motiveringen att elnätsbranschen är ”väletablerad sedan länge, med i de flesta fall kommunalt ägande”.<sup>47</sup>
85. Fortums och övriga elnätsföretags inställning vid förvaltningsrätten var att elnätsföretagens framtida risk underskattas om någon Bloombergomräkning inte sker.

**Förvaltningsrättens bedömning:**

86. Förvaltningsrätten konstaterar att meningarna går isär mellan olika experter gällande om en Bloombergjustering ska göras eller inte vid beräkning av elnätsföretagens kalkylränta. Förvaltningsrätten konstaterar därefter att:

*”... det faktum att här är fråga om nätföretag som till största del är etablerade sedan länge i en verksamhet där riskerna, i förhållande till andra branscher, torde vara låga och välkända talar för att en Bloombergomräkning av betavärdet inte är nödvändig. Om den särskilda riskpremien höjs [...] utgör även detta ett faktum som ger stöd för att nätföretagens risker, utan tillämpning av Bloombergomräkning, beaktas i tillräcklig utsträckning.”*

87. Förvaltningsrätten ansåg således att beaktandet av elnätsföretagens risker skulle ske genom en höjning av den särskilda riskpremien istället för genom en Bloombergomräkning.

**EI:s inställning till Domen:**

88. EI redogör inte för sin inställning till Domen i denna del. Det får dock antas att EI:s inställning är att Domen är korrekt gällande att någon Bloombergomräkning inte ska göras.
89. Förvaltningsrätten har emellertid konstaterat att det förhållandet att någon Bloombergomräkning inte görs ska inverka på den särskilda riskpremien i höjande riktning. Inte heller detta har EI kommenterat.

---

<sup>47</sup> Beslutet, underbilaga 4 till Bilaga 3, s. 11.

90. Det ska noteras att GT i GT II alltså tycks tillämpa en Bloombergräkning i sina nya beräkningar.
91. Övriga experter tycks vid sin bedömning av den särskilda riskpremien inte ha beaktat att någon Bloombergräkning inte sker.
92. Fortums inställning är alltså att elnätsföretagens framtida risk underskattas om någon Bloombergräkning inte sker och att detta i sådant fall måste kompenseras på annat sätt, till exempel genom en höjning av den särskilda riskpremien.

#### 4.2.5 *Kreditriskpremie*

93. Kreditriskpremien motsvarar vad en långivare kräver, utöver den riskfria räntan, som kompensation för att låna ut pengar, dvs. kreditriskpremien plus den riskfria räntan utgör den ränta som ett elnätsföretag får betala för upptagande av lån på marknadsmässiga villkor. Som förvaltningsrätten konstaterat ska löptiden teoretiskt sett ta hänsyn till tidshorizonten för investeringar. Räntenivån ska vidare spegla kapitalkostnaden för ett fristående bolag och hänsyn ska inte tas till om ett nätföretag ingår i en större koncernstruktur eller ägs av en kommun, vilket möjliggör bättre lånevillkor än fristående bolag kan erhålla.<sup>48</sup>
94. EI tillämpade i Beslutet en kreditriskpremie om 1,49 %, vilket var ett genomsnitt av EY:s kreditriskpremie om 1,0-1,3 % och GT:s kreditriskpremie om 1,83 %. Detta innebär att EI tillämpade ett genomsnitt av en kortsiktig (EY) och en mer långsiktig (GT) kreditriskpremie.
95. Fortums och övriga elnätsföretags inställning vid förvaltningsrätten var att en korrekt långsiktig kreditriskpremie bör uppgå till minst 1,83 %, vilket är i linje med GT:s estimat, istället för de 1,49 % som EI utgått från i Beslutet.

#### **Förvaltningsrättens bedömning:**

96. Förvaltningsrätten noterar inledningsvis att EY rekommenderat EI att uppdatera kreditriskpremien regelbundet. Vidare konstaterar förvaltningsrätten att EI eftersträvat

---

<sup>48</sup> Se Domen, s. 49.



en långsiktig kalkylränta som inte skulle behöva uppdateras årligen, men att EI trots detta låtit EY:s momentant bedömda kreditriskpremie ingå som en del i den genomsnittsbereäkning som EI gjorde för att fastställa kreditriskpremien. Förvaltningsrättens slutsats blir att ”... detta förmodligen har lett till att kreditriskpremien underskattats i [EI:s] kalkylräntebereäkning.”<sup>49</sup>

#### **EI:s inställning till Domen:**

97. EI redogör i Komplettering II inte för vilken inställning EI har beträffande förvaltningsrättens bedömning av kreditriskpremien.
98. Varken EY II, GT II eller Yard II har angett vad som utgör en långsiktigt stabil kreditriskpremie. Det är oklart vilket tidsperspektiv De Ridder och Råsbrant tillämpat vid sin uppskattning av kreditriskpremien. Nivån om 2 % är dock rimlig även ur ett långsiktigt stabilt perspektiv. Eftersom inte någon av EI:s experter tycks tillämpa ett långsiktigt stabilt perspektiv saknar emellertid experternas bedömning av kreditriskpremien relevans för kammarrättens prövning av vad en långsiktigt stabil kalkylränta uppgår till. EI:s experter framför dessutom vitt skilda uppfattningar om kreditriskpremiens storlek.

#### **4.2.6 Skuldsättningsgrad**

99. Vid bestämmande av kapitalstrukturen ska man utgå från marknadsvärderingar av tillgångar och skulder. Kapitalstrukturen är en viktig faktor i bereäkningen av kalkylräntan eftersom den bestämmer hur mycket vikt som ska läggas vid avkastningskravet på eget respektive lånat kapital. Det går inte att ändra i fördelningen mellan eget och lånat kapital utan att ta hänsyn till hur detta påverkar risken i företaget. Riskpremierna och skuldsättningsgraden är sammankopplade.
100. Både EY och GT fastställde i sina ursprungliga rapporter skuldsättningsgraden hos elnätsföretagen utifrån en marknadsvärdering av eget kapital och skulder. I Beslutet frångick EI Konsulternas bedömning av skuldsättningsgraden och utgick istället från elnätsföretagens bokförda skulder och eget kapital och höjde skuldsättningsgraden till

<sup>49</sup> Domen, s. 51, andra stycket.

50 %. EI motiverade detta med att Konsulternas jämförelsebolag var internationella energiföretag noterade på börsen, vilket innebär att det finns en marknadsvärdering av tillgångarna. Vidare anförde EI att dessa företag inte helt kan anses motsvara svenska elnätsföretag och att deras risknivå är högre än vad som gäller för svenska företag.<sup>50</sup>

101. Fortums och övriga elnätsföretags inställning vid förvaltningsrätten var att skuldsättningsgraden ska baseras på marknadsvärden och bestämmas till 37 %, dvs. genomsnittet av Konsulternas skuldsättningsgrad.

**Förvaltningsrättens bedömning:**

102. Förvaltningsrätten hänvisar till GT:s, EY:s, PwC:s, KPMG:s och Ganslandts rapporter och konstaterar utifrån vad som anförts i dessa att ”... *skuldsättningsgraden ska baseras på marknadsvärden och inte bokförda värden*” och att ”... *skuldsättningsgraden vanligtvis bestäms genom observationer av jämförelsebolag.*”<sup>51</sup> Förvaltningsrätten konstaterar därefter följande:

*”Detta är också den metod som, såvitt förvaltningsrätten kan se, är den ekonomiskt vedertagna och som har tillämpats under tidigare år när [EI] fastställt kalkylränta för nätföretagen. [EI] har inte bemött dessa uppgifter. Förvaltningsrätten anser att [EI], utan erforderligt stöd härför, har frångått ekonomiskt vedertagen metod genom att höja skuldsättningsgraden till 50 procent med hänvisning till bokförda värden. Vid beräkningen av kalkylräntan ska skuldsättningsgraden fastställas utifrån marknadsvärde.”*<sup>52</sup> (Våra understrykningar.)

**EI:s inställning till Domen:**

103. EI har inte kommenterat förvaltningsrättens konstaterande att EI frångått ekonomiskt vedertagen metod när EI höjde skuldsättningsgraden med hänvisning till bokförda värden (istället för att tillämpa marknadsvärden).
104. Även om de nya expertrapporterna saknar relevans för bedömningen av en långsiktigt stabil kalkylränta kan noteras att inte någon av dessa ger stöd för en sådan skuldsättningsgrad, eller metod för fastställande av skuldsättningsgraden, som EI

<sup>50</sup> Se Beslutet, underbilaga 4 till Bilaga 3, s. 14-16.

<sup>51</sup> Domen, s. 52, andra stycket.

<sup>52</sup> Domen, s. 52, andra stycket.

tillämpat i Beslutet. Varken EI själv eller något av de expertutlåtanden EI åberopar argumenterar således för någon ändring i förhållande till förvaltningsrättens slutsats avseende skuldsättningsgraden i Domen.

#### 4.2.7 Avdrag för skattecredit

105. En kalkylränta beräknas enligt ekonomiskt vedertagen metod efter skatt. Eftersom en kalkylränta före skatt ska fastställas måste den framräknade kalkylräntan konverteras. Detta sker med användning av den skatt som gäller för bolagen, vilken vid tidpunkten för Beslutet var 26,3 %.
106. De gällande svenska skattereglerna tillåter att tillgångar skattemässigt skrivs av snabbare än den motsvarande ekonomiska livslängden. Detta gäller såväl för elnätsföretagen som alla andra företag i Sverige.
107. Företagens möjlighet att genom bokslutsdispositioner i viss mån fördela sina skattebetalningar över åren innebär att ett företag kan bygga upp obeskattade reserver som återförs till beskattning senare år. Sådana obeskattade reserver kan ses som en räntefri kredit på skattebetalningarna och utgör ett av lagstiftaren sedan länge etablerat incitament för företagen att genomföra investeringar i kapitalkrävande tillgångar, till exempel elnät.
108. EI har i Beslutet ansett det fel att konvertera kalkylräntan efter skatt till kalkylräntan före skatt genom att använda bolagsskattesatsen. EI har istället använt sig av en genomsnittlig ”faktisk” skattesats om 20 % vid konverteringen.
109. Varken EY eller GT ansåg att det var lämpligt att göra någon justering av skattesatsen på grund av möjligheten till överavskrivningar. Inte heller ICE Capital, som specifikt fått i uppdrag av EI att analysera huruvida kalkylräntan skulle justeras med hänsyn till möjligheterna till skattemässiga överavskrivningar, ansåg att någon sådan justering skulle ske.
110. Fortums och övriga elnätsföretags inställning vid förvaltningsrätten var att något avdrag på kalkylräntan inte ska göras med hänsyn till möjligheterna till skattemässiga överavskrivningar.

**Förvaltningsrättens bedömning:**

111. Förvaltningsrätten konstaterar att det i målet framkommit att många av de svenska elnätsföretagen använder sig av skattemässiga överavskrivningar, men att möjligheten att göra skattemässiga överavskrivningar skiljer sig mycket åt mellan olika elnätsföretag och över tid.<sup>53</sup>
112. Förvaltningsrätten finner att utredningen visar att förekomsten av överavskrivningar leder till att kalkylräntan överskattas. Förvaltningsrätten konstaterar dock att enligt ICE Capital ”*överavskrivningarnas effekt på kalkylräntan är liten, som mest några tiondels procentenheter*” och att både EI:s egna konsulter och elnätsföretagens experter ”*är eniga om att det inte finns någon tillfredsställande metod för att justera kalkylräntan med hänsyn till överavskrivningarnas effekter.*”<sup>54</sup> Anledningen till detta, konstaterar förvaltningsrätten, är att ”*en sådan justering bygger på bristfällig data samt på att många nya och ofta bristfälliga antaganden måste göras*”.<sup>55</sup>
113. Förvaltningsrätten noterar dessutom att EI:s generella justering av kalkylräntan innebär att enskilda företag missgynnas eftersom möjligheterna till skattemässiga överavskrivningar skiljer sig mycket åt mellan företagen.<sup>56</sup>
114. Baserat på ovanstående drar förvaltningsrätten slutsatsen att något avdrag för skattekrediter inte ska göras.

**EI:s inställning till Domen:**

115. Förvaltningsrättens bedömning avseende ett eventuellt avdrag för skattekrediter är den enda del av Domen som EI berör i Komplettering II. EI anför att ”*EI vidhåller att hänsyn ska tas till s.k. skattekrediter vid bestämmande av real WACC före skatt*”.<sup>57</sup>
116. EI:s argumentation till stöd för att ett avdrag för skattekredit ska göras bemöts i avsnitt 4.4 strax nedan.

<sup>53</sup> Domen, s. 53, andra stycket.

<sup>54</sup> Domen, s. 54, andra stycket.

<sup>55</sup> Domen, s. 54, andra stycket.

<sup>56</sup> Domen, s. 54, andra stycket.

<sup>57</sup> Komplettering II, punkten 4.3.5.

### 4.3 Förvaltningsrättens slutliga bedömning

117. Efter att ha redogjort för sina ställningstaganden i förhållande till de sex parametrarna ovan gör förvaltningsrätten en sammantagen bedömning av vad som utgör en skälig nivå på kalkylräntan.
118. Förvaltningsrätten väger in de bedömningar som gjorts beträffande de sex parametrarna och konstaterar att dessa bedömningar – förutom beträffande Bloombergomräkningen – gör sannolikt att EI:s kalkylränta ska justeras i höjande riktning.<sup>58</sup>
119. Förvaltningsrätten drar därefter följande slutsats:

*”Med utgångspunkt i nämnda ställningstaganden och med beaktande av vad som anförts ovan gällande samtliga i WACC-metoden ingående parametrar gör förvaltningsrätten bedömningen att en rimlig långsiktigt stabil kalkylränta ska bestämmas till 6,5 procent under tillsynsperioden 2012-2015. Detta är i nivå dels med den kalkylränta som [EI] tidigare beslutat om vid kontroll av nätföretagens intäkter under åren 2003–2009, dels med andra regulatoriska kalkylräntor i jämförbara branscher.”*

120. Förvaltningsrättens slutsats vad gäller nivån på kalkylräntan grundar sig således på, förutom förvaltningsrättens ställningstaganden avseende de sex parametrarna, EI:s tidigare praxis vad gäller kalkylränta för elnätsföretag, tillämpade regulatoriska kalkylräntor i andra branscher och en helhetsbedömning av vad som i övrigt anförts gällande samtliga i WACC-metoden ingående parametrar.

### 4.4 EI:s argumentation till stöd för att Domen ska ändras vad gäller avdrag på grund av skattemässiga överavskrivningar

#### 4.4.1 Inledning

121. EI anför att *”[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.”*<sup>59</sup> EI åberopar till stöd för detta påstående ett nytt utlåtande från Stefan Yard.

<sup>58</sup> Domen, s. 55, andra stycket.

<sup>59</sup> Komplettering II, punkten 4.3.5.

122. Varken EY eller GT ansåg i sina första rapporter att det var lämpligt att göra någon justering av skattesatsen på grund av möjligheten till överavskrivningar. Inte heller ICE Capital, som specifikt fått i uppdrag av EI att analysera huruvida kalkylräntan skulle justeras med hänsyn till möjligheterna till skattemässiga överavskrivningar, ansåg att någon sådan justering skulle ske. EY och GT tycks inte ha ändrat uppfattning. Inte heller De Ridder och Råsbrant gör något avdrag för eventuella skattekrediter vid sina beräkningar av kalkylräntan. EI saknar således alltjämt stöd hos sina experter för beslutet att göra ett avdrag på kalkylräntan med hänsyn till skattemässiga överavskrivningar.

123. Fortum vidhåller att det står i strid med vedertagen ekonomisk metod att låta skattemässiga överavskrivningar påverka kalkylränteberäkningen på det sätt EI har gjort. Något avdrag för eventuella skattekrediter ska inte göras vid beräkningen av kalkylräntan. Fortum hänvisar till vad som anförts vid förvaltningsrätten.<sup>60</sup>

124. Med anledning av vad EI anför i Komplettering II vill Fortum dock tillägga följande.

#### 4.4.2 *EI:s argumentation mot förvaltningsrättens slutsatser i Domen*

125. EI anför i avsnitt 4.3 i Komplettering II viss argumentation mot förvaltningsrättens slutsatser avseende ”skattekrediten” i Domen.

126. EI påstår inledningsvis att ”*ICECAPITAL fann i sin utredning att justeringen av kalkylräntan bör ligga i intervallet 0,0 – 0,6 procentenheter*”.<sup>61</sup> Påståendet är felaktigt. ICE Capital har varken funnit att kalkylräntan ska justeras eller att en justering ska ligga i det angivna intervallet. Tvärtom har ICE Capital avrått från en justering och dessutom avrått från att en eventuell justeringsmodell grundas på de data som finns i ICE Capitals rapport.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> Se bl.a. Fortums kompletterande överklagande till förvaltningsrätten den 8 juni 2012, punkterna 331-344, Fortums yttrande den 22 mars 2013, punkten 122, samt Fortums ”*Underlag vid muntlig förhandling inför förvaltningsrätten i Linköping den 8 oktober 2013*”, flik 12, bild 160, flik 14, bild 182-183, flik 15, bild 196, flik 16, bild 216, flik 25, bild 242-243 och flik 26, bild 252-258.

<sup>61</sup> Komplettering II, punkten 4.3.2.

<sup>62</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 14.

127. ICE Capital angav i sin utredning att ”*det [inte] existerar någon tillfredsställande metod för att göra en justering av WACC:en då en sådan justering antingen skulle bygga på bristfälliga data eller på att många nya, och ofta bristfälliga, antaganden måste göras.*”<sup>63</sup>
128. ICE Capital har dessutom inte angett något ”*intervall*” som en eventuell justering bör ligga i. ICE Capital har endast genomfört ”*simuleringar*” där ett antagande har lett till att kalkylräntan ”*överskattas ... med 0,6%-enheter*” och ett annat antagande har lett till ”*effekterna av överavskrivningarna kommer ... att vara 0*”.<sup>64</sup> ICE Capital har således inte fastställt något intervall gällande eventuella överavskrivningars påverkan på kalkylräntan utan har endast laborerat med två olika antaganden. Dessutom har ICE Capital uttryckligen angett att man ”*inte [kan] rekommendera att man bygger en justeringsmodell på dessa data*”.<sup>65</sup> (Vår understrykning.)
129. EI påstår vidare att EI ”*försiktigtvis*” justerat kalkylräntan med ett medelvärde av det angivna ”*intervallet*”, dvs. 0,3 procentenheter, och att detta motsvarar en effektiv skattesats om 21,6 %.<sup>66</sup> Även detta påstående är felaktigt. I underbilaga 4, där EI gjort sin slutliga bedömning, har EI justerat kalkylräntan med 0,6 procentenheter med hänvisning till skattekrediten. Något ”*medelvärde*” har EI således inte tillämpat.
130. I underbilaga 4 anför EI under rubriken ”*EI gör följande sammanfattande bedömning*”:  
  
”*EI bedömer istället att skattesatsen om 20 procent bör ses som en schablon som kan vara tillämplig för samtliga elnätsföretag alldeles oaktat hur den faktiska skattebelastningen sett ut under den gångna tillsynsperioden.*”<sup>67</sup> (Vår understrykning.)
131. EI har alltså beslutat att en effektiv skattesats om 20 % ska tillämpas vid omräkningen av kalkylräntan efter skatt till kalkylränta före skatt. Detta leder i EI:s beräkning till en reduktion motsvarande 0,6 procentenheter.<sup>68</sup>

<sup>63</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 14.

<sup>64</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 14.

<sup>65</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 14.

<sup>66</sup> Komplettering II, punkten 4.3.2.

<sup>67</sup> Underbilaga 4, s. 20.

<sup>68</sup> Se tabell med beräkning (steg 4 till 5) på s. 21 i underbilaga 4.

132. Även förvaltningsrätten har uppfattat EI:s Beslut på ovan angivet sätt. I Domen anges sålunda att ”[s]lutligen reducerade [EI] kalkylräntan från 5,8 procent till 5,2 procent med hänvisning till nätföretagens möjligheter till skattemässiga överavskrivningar (punkt 5).”<sup>69</sup>
133. Tilläggas bör att om EI hade tillämpat en skattesats om 21,6 % skulle denna slutjustering i underbilaga 4 ha föranlett en sänkning från 5,8 % till 5,35 % och inte 5,2 %.<sup>70</sup>
134. EI försöker därefter bemöta förvaltningsrättens slutsats att möjligheterna till överavskrivningar skiljer sig mycket åt mellan företag och att EI:s generella justering därför innebär att enskilda företag missgynnas.<sup>71</sup> EI anför att ”genom användande av medelvärdet för skattekreditens påverkan på kalkylräntan har alla nätföretag behandlats lika”.<sup>72</sup> EI:s påstående är något svårförståeligt. Att företag med olika förutsättningar behandlas lika innebär givetvis att vissa företag missgynnas, allt beroende på det enskilda företags skattesituation. Dessutom har, återigen, EI inte använt sig av något ”medelvärde” i sitt Beslut.
135. I själva verket har EI grundat sitt Beslut på vad EI:s egna konsulter beskrivit som ett bristande beslutsunderlag och bristfälliga data.
136. Av ovanstående framgår att EI:s argumentation mot Domen i den del den rör ett avdrag för skattekrediter helt saknar grund. EI har inte anført något som bör föranleda kammarrätten att dra någon annan slutsats än förvaltningsrätten i denna del.
- 4.4.3 EI:s påståenden kring överavskrivningar och skattekredit**
137. EI anger att enligt ICE Capital ”flertalet av de svenska nätföretagen använder sig av skattemässiga överavskrivningar” och att dessa därigenom kan ”bygga upp obeskattade reserver och ... erhålla en räntefri kredit på skattebetalningarna”.<sup>73</sup>

<sup>69</sup> Domen, s. 16.

<sup>70</sup> Se PwC II, s. 9.

<sup>71</sup> Se Domen, s. 54.

<sup>72</sup> Komplettering II, punkten 4.3.3.

<sup>73</sup> Komplettering II, punkterna 4.2.1-4.2.2.



138. För att kammarrätten ska erhålla en fullständig bild vill Fortum påpeka följande.
139. ICE Capital uppgav i sin rapport att i genomsnitt 54 % av elnätsföretagen gör skattemässiga överavskrivningar.<sup>74</sup> I genomsnitt 46 % av elnätsföretagen gör således enligt ICE Capital inte några överavskrivningar. Vidare uppgav ICE Capital att ”svenska elnätsföretag historiskt sett inte gjort maximala överavskrivningar”, men att data inte fanns tillgängligt för att bedöma hur stora överavskrivningar bolagen gör i genomsnitt.<sup>75</sup>
140. ICE Capitals slutsats var således att de företag som gör överavskrivningar inte gör maximala överavskrivningar och att storleken på avskrivningarna inte var möjlig att bedöma.
141. När det gäller själva ”skattekrediten” ska också följande framhållas.
142. En tillfälligt inbesparad skatt på grund av en överavskrivning motsvaras av en latent skatteskuld, dvs. skattelättnaden gäller inte ”för evigt”. Möjligheten för elnätsföretagen att göra överavskrivningar innebär i praktiken att skattebetalningarna omperiodiseras över tiden. När de obeskattade reserverna ökar kommer den ”effektiva” skattesatsen att understiga gällande skattesats och när de obeskattade reserverna minskar (återförs till beskattning) kommer den ”effektiva” skattesatsen att överstiga gällande skattesats.
143. Något som förvaltningsrätten inte uttryckligen behandlat i Domen, men som är ett mycket viktigt påpekande i sammanhanget, är att EI genom sitt avdrag på kalkylräntan i realiteten försöker förändra sådana skattemässiga förutsättningar för elnätsföretagen som slagits fast i lag. Elnätsföretagen har – liksom andra företag – en i skattelagstiftningen sanktionerad möjlighet att göra överavskrivningar. Syftet med detta är bland annat att stimulera stora investeringar i fysiska anläggningstillgångar.<sup>76</sup> Genom EI:s avdrag försöker EI ”neutralisera” denna i skattelagstiftningen avsedda effekt. EI ändrar alltså i praktiken skattelagstiftningen till nackdel för elnätsföretagen.

<sup>74</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 10.

<sup>75</sup> ICE Capital, ”WACC år 2009”, daterat september 2010, underbilaga 3 till Bilaga 3 till Beslutet, s. 11.

<sup>76</sup> Se t.ex. Ganslandt II, s. 10.

144. Det ska också beaktas att en ”neutralisering” av möjligheten till överavskrivningar skulle innebära att elnätsföretagen fick svårare att attrahera kapital i konkurrens med alternativa placeringar i annan verksamhet med motsvarande risk.

#### 4.4.4 Yards utlåtande

145. Det enda av de utlåtanden som EI gett in i kammarrätten som förespråkar ett avdrag för eventuella skattekrediter är utlåtandet från Stefan Yard. Yard kommer i sitt utlåtande fram till att elnätsföretagens totala skattekredit uppgår till 52,6 miljarder kronor.
146. Kenth Skogsvik konstaterar i Skogsvik II att Yards uppfattning om hur latent skatteskulder ska beaktas vid beräkningen av kalkylräntan inte är i linje med vedertagna metoder inom finansiell ekonomi.<sup>77</sup> Skogsvik gör även en mer fördjupad kvantitativ analys än den summariska beräkning av värdet på skattekrediten som Yard har gjort. Skogsvik konstaterar efter denna analys bland annat att ett diskonterat värde av elnätsföretagens latent skatteskulder endast uppgår till ungefär hälften av det värde som Yard kommit fram till i sitt utlåtande.
147. Med användning av samma kalkylmetod som Yard använder i sin rapport – men med den korrekta bedömningen av de latent skatteskuldernas storlek – beräknar Skogsvik att Yards kalkylränta i själva verket skulle uppgå till ungefär 7,2 % och inte 3,9 % eller 5,4 % som anges i Yards rapport.<sup>78</sup>
148. Som framgår av PwC II anser även PwC att Yards bedömning av skattekrediten är överskattad.<sup>79</sup>
149. Sammanfattningsvis visar Skogsvik II och PwC II att Yards beräkningar dels avviker från vedertagen ekonomisk metod för beaktande av latent skatteskulder, dels bygger på en felaktig uppskattning av de latent skatteskuldernas storlek.

---

<sup>77</sup> Skogsvik II, s. 4.

<sup>78</sup> Skogsvik II, s. 9 och 10.

<sup>79</sup> PwC II, avsnitt 4.6.2.

#### 4.5 SOU 2014:37

150. EI har i Komplettering III hänvisat till SOU 2014:37 och de uttalanden som professor Lars Bergman gör där beträffande kalkylräntan. EI anför att Bergmans ”analys” utmynnar i slutsatsen att ”den kalkylränta som förvaltningsrätten fastställt ter sig alltför hög”.<sup>80</sup>
151. Det ska inledningsvis noteras att Bergmans uppdrag inte har varit att analysera kalkylräntan. Bergmans uppdrag har varit att ur ”ett samhällsekonomiskt perspektiv belysa och analysera hur de svenska energimarknaderna fungerar”.<sup>81</sup> Detta breda uppdrag ligger i linje med Bergmans sakkunskaper inom nationalekonomi. Bergman är dock inte specialiserad inom företagsekonomi och finansiell ekonomi.
152. Bergman anför i ett mycket allmänt hållet uttalande att en kalkylränta på 6,5 % innebär en ”riskpremie på ca 3,5 %” eftersom den ”långsiktiga ’riskfria’ realräntan kan bedömas vara omkring 3 procent”. En sådan riskpremie ”ter sig alltför hög” enligt Bergmans mening.<sup>82</sup> Bergman underbygger emellertid, till skillnad från de sakkunniga i målet, inte sina allmänna uttalanden med någon ”analys” som EI försöker ge sken av. Det tycks snarare vara fråga om allmänt hållet tyckande från Bergmans sida.
153. Måttet real kalkylränta före skatt kan vidare inte användas för att uttala sig om den riskpremie som kapitalplaceringar får vid en kapitalinvestering i nätföretagen på det sätt som Bergman gör. Kalkylräntan är beräknad före bolagsskatt och ger därför inte uttryck för den kapitalavkastning som externa kapitalplaceringar får, som måste beräknas efter bolagsskatt.
154. Det ska särskilt noteras att Bergman läser EI:s Beslut på samma sätt som elnätsföretagen och förvaltningsrätten, dvs. att EI fastställt att en långsiktigt stabil kalkylränta ska tillämpas. Bergman anför:

*”Den andra särskilt viktiga parametern är den tillåtna reala avkastningen på kapitalbasen, dvs. på investeringar i näten. På denna punkt har man valt en stabil*

<sup>80</sup> Komplettering III, punkten 4.8.2.

<sup>81</sup> SOU 2014:37, s. 23.

<sup>82</sup> SOU 2014:37, s. 107.

*real räntesats som ligger i nivå med den långsiktiga realränteutvecklingen (plus ett risktillägg) snarare än den aktuella realräntan.*<sup>83</sup> (Våra understrykningar.)

155. Bergman utgår från att en långsiktig riskfri realränta uppgår till 3 %, vilket är högre än den riskfria realränta som tillämpas i samtliga sakkunnigas utlåtanden. Om denna reala riskfria ränta skulle tillämpas i nämnda utlåtanden skulle samtliga sakkunnigas kalkylräntor höjas.
156. Bergman uttalar vidare, ur ett samhällsekonomiskt perspektiv, att den av EI beslutade kalkylräntan ”sannolikt säkerställer en hög kvalitet i de svenska elnäten”.<sup>84</sup> Påståendet är återigen inte underbyggt av någon ytterligare analys eller resonemang och är dessutom inte baserat på ett finansiellt eller företagsekonomiskt perspektiv. Det ska dessutom påpekas att det är ett absolut krav enligt elmarknadsdirektivet att ”tariffer eller metoder ska utformas så att nödvändiga investeringar i näten kan göras på ett sätt som gör det möjligt att säkra nätens funktion”. Det är inte tillräckligt att intäktsramarna ”sannolikt” räcker till för elnätsföretagens investeringsbehov.

## 5 En långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas

### 5.1 EI har i Beslutet slagit fast att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas

157. EI framför i Komplettering III ett antal felaktiga påståenden kring Beslutets innebörd, beslutsmotiveringen och vilken metod som tillämpats vid fastställandet av kalkylräntan.
158. EI gör bland annat gällande att ”påståendet om att [EI] genom sitt beslut har fastställt en ’långsiktigt stabil kalkylränta’ är felaktigt”.<sup>85</sup>
159. Fortum har i Yttrande II utförligt redovisat varför det följer av EI:s Beslut att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas. Fortum har bland annat framhållit att detta följer av Beslutets ordalydelse och av historiken bakom Beslutet. I Yttrande II beskrevs bland annat att Beslutsutkastet, dvs. det som sedermera kom att utgöra EI:s ”slutliga

<sup>83</sup> SOU 2014:37, s. 90.

<sup>84</sup> SOU 2014:37, s. 10.

<sup>85</sup> Komplettering III, punkten 4.6.

bedömning” i underbilaga 4, skickades ut på remiss och var föremål för särskild hearing. Fortum hänvisar till avsnitt 4 i Yttrande II.

160. EI:s påstående i Komplettering III är särskilt anmärkningsvärt mot bakgrund av att Fortum och övriga elnätsföretag vid förvaltningsrätten vid upprepade tillfällen gett uttryck för att man uppfattat Beslutet som att EI fastställt en långsiktigt stabil kalkylränta men att EI inte någon gång under handläggningen vid förvaltningsrätten hävdade att Fortum och övriga nätföretag skulle ha missförstått Beslutets innebörd när det gäller tidsperspektivet. Om EI verkligen haft uppfattningen att Beslutet inte innebar att kalkylräntan skulle vara långsiktigt stabil hade EI under två års processande haft alla möjligheter att klagöra detta. Så har emellertid inte skett. Detta talar för sig självt.
161. Att EI aldrig tidigare gjort gällande att elnätsföretagen skulle ha missförstått Beslutet framgår inte minst av att förvaltningsrätten i sin överprövning av Beslutet har konstaterat att parterna är överens om att kalkylräntan ska vara långsiktigt hållbar.
162. Ovanstående visar tydligt att EI:s påstående att EI i Beslutet inte skulle ha fastställt en långsiktigt stabil kalkylränta saknar all trovärdighet och ska lämnas utan avseende.
163. Det råder inte någon tvekan om att Beslutet har den innebörd elnätsföretagen gör gällande. EI:s beslutsskäl i underbilaga 4 går inte att förstå på något annat sätt.
164. EI har i kammarrätten bekräftat att Beslutet alltjämt gäller. Det är alltså detta kammarrätten har att utgå ifrån.
165. Det ska också framhållas att ett stort antal elnätsföretag, deras sakkunniga och förvaltningsrätten uppfattat EI:s Beslut som att underbilaga 4 innehåller skälen för EI:s val av kalkylränta samt EI:s beräkning av denna. Både elnätsföretagen, deras sakkunniga och förvaltningsrätten har vidare uppfattat att EI fastställt att kalkylräntan ska vara långsiktigt stabil. Som framgått ovan har även professor Lars Bergman i den SOU som EI åberopat uppfattat Beslutet på samma sätt. Detta visar i sig att elnätsföretagens uppfattning av Beslutet är korrekt. EI:s vaga och svepande påståenden om Beslutets innebörd rimmer varken med dess ordalydelse eller med kraven på transparens enligt ellagen och elmarknadsdirektivet.

## 5.2 Varför fastställde EI en långsiktigt stabil kalkylränta?

166. I kammarrätten åberopar EI expertutlåtanden som bygger på, som det får förstås, förutsättningen att en långsiktigt stabil kalkylränta inte ska beräknas utan att kalkylräntan bör vara volatil, dvs. fluktuerande. En fluktuerande kalkylränta kan antingen baseras på parametrar som uppskattas för att spegla den aktuella kapitalkostnaden (en momentan kalkylränta) eller aktuella prognoser för en given tidsperiod (till exempel en kalkylränta för reglerperioden). En stabil kalkylränta tar istället sin utgångspunkt i parametrar som ska spegla långsiktigt uthålliga nivåer, dvs. där kortsiktiga förändringar i marknaden som utgångspunkt inte ska få genomslag i kalkylränteberäkningen.
167. Som framgått ovan saknar experternas rapporter i dessa delar relevans. EI har i Beslutet tillämpat ansatsen att kalkylräntan ska vara långsiktigt stabil och har i kammarrätten bekräftat att Beslutet – inklusive tillämpade ansatser – alltjämt gäller.
168. EI hade goda skäl att i Beslutet fastställa en långsiktigt stabil kalkylränta. Fortum hänvisar i detta sammanhang bland annat till Ganslandt II.<sup>86</sup>
169. Det ligger i såväl elnätskundernas och elnätsföretagens intresse att kalkylräntan är stabil och förutsägbar. En sådan kalkylränta tillgodoser nätföretagens behov av långsiktiga förutsättningar och EI:s uttalade strävan att undvika instabila tariffer.
170. Med fluktuationer i intäktsramens storlek mellan tillsynsperioderna följer fluktuerande tariffer för kunderna. En instabil kalkylränta medför ofrånkomligen att kundernas tariffer kommer att följa svängningarna i kalkylräntan, dvs. tarifferna kommer att ”hoppa upp och ned”. Med andra ord innebär en fluktuerande kalkylränta (momentan eller för reglerperioden) att den finansiella risken hänförlig till tillfälliga förändringar i ekonomin till viss del läggs över på kunderna.
171. Ganslandt framhåller exempelvis att om den riskfria realräntan mellan två tillsynsperioder steg från dagens nivå till den nivå som rådde i början av 1990-talet

---

<sup>86</sup> Ganslandt II, s. 5-7.

skulle en fluktuerande ansats för beräkning av kalkylräntan innebära att intäktsramarna varierade så mycket som 100 % mellan två fyraårsperioder.<sup>87</sup>

172. En långsiktigt stabil kalkylränta tillgodoser också elnätsföretagens behov av långsiktighet i förutsättningarna för verksamheten. Som framhållits vid förvaltningsrätten har elnätsföretagens investeringar till sin natur en mycket lång livslängd och investeringarna är också i många fall irreversibla.<sup>88</sup> En underskattning av kalkylräntan leder till underinvesteringar och svårigheter att locka kapital till elnätsverksamheten vilket leder till oönskade konsekvenser för samhället, elnätskunderna och elnätsföretagen.
173. EI, som själv beslutat att ett långsiktigt stabilt perspektiv är en lämplig ansats för kalkylränteberäkningen, anför att en långsiktigt stabil kalkylränta kan leda till över- och underkompensation för elnätsföretagen.<sup>89</sup> Som framgår av Ganslandt II, PwC II och KPMG II kommer en långsiktigt stabil kalkylränta – även om den kan leda till att elnätsföretagen under- eller överkompenseras under en viss period – på längre sikt att generera en genomsnittlig ersättning som är i nivå med elnätsföretagens faktiska kapitalkostnad.<sup>90</sup> Med andra ord, på längre sikt kommer någon över- eller underkompensation inte att uppstå. Risken för över- och underkompensation är i själva verket betydligt större med en kalkylränta som beräknas utifrån fyraåriga prognoser. Anledningen till detta är att ekonomin under en fyraårsperiod påverkas av konjunktursvängningar och extraordinära händelser såsom finanskriser, politiska oroligheter etc. som är mycket svåra att prognostisera. En långsiktigt stabil kalkylränta däremot kan beräknas med utgångspunkt i långsiktiga ekonomiska samband där behovet av att förutspå tillfälliga ekonomiska fluktuationer är betydligt mindre.
174. Ovan beskrivna förhållande är för övrigt det som förvaltningsrätten konstaterat när förvaltningsrätten anför följande:

---

<sup>87</sup> Ganslandt II, s. 6.

<sup>88</sup> Se t.ex. Fortums "Underlag vid muntlig förhandling inför förvaltningsrätten i Linköping den 8 oktober 2013", flik 10.

<sup>89</sup> Komplettering II, punkten 3.2.

<sup>90</sup> Ganslandt II, s. 7, PwC II, s. 8, och KPMG II, s. 7.

*”Parterna är överens om att ett långsiktigt perspektiv ska tillämpas. Detta kan ge ett missvisande värde sett över en eller ett fåtal tillsynsperioder men är tänkt att långsiktigt ge ett skäligt resultat.”<sup>91</sup> (Våra understrykningar.)*

### 5.3 Kalkylräntan är regulatorisk

175. I sammanhanget ska framhållas att fråga är om att fastställa en regulatorisk kalkylränta och inte att beräkna en sådan kalkylränta som vanligtvis används som beslutsunderlag för ett investeringsbeslut. Skillnaden är betydande. En ”normal” WACC utgör vanligtvis den undre gränsen för ett företags acceptabla avkastning på en investering medan en regulatorisk kalkylränta istället anger den maximala avkastning som elnätsföretagens tillgångar tillåts generera.
176. Även om en långsiktigt stabil kalkylränta inte är något som praktiker vanligtvis tillämpar vid en bedömning av lämpligheten i att genomföra en investering är det en naturlig och lämplig ansats för en regulatorisk kalkylränta. Med andra ord ligger det helt i linje med den regulatoriska kalkylräntans funktion att låta denna vara långsiktigt stabil.<sup>92</sup>

## 6 EI:s experters beräkningar av en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv saknar relevans och innehåller dessutom betydande brister

### 6.1 Inledning

177. Utmärkande för samtliga av de nya expertrapporter som EI åberopat i kammarrätten är att de i princip inte innehåller någon kritik mot de beräkningar som elnätsföretagens experter gjort vid förvaltningsrätten.
178. Fortum och övriga elnätsföretag åberopade vid förvaltningsrätten ett stort antal expertrapporter som alla visade att en rimlig nivå på kalkylräntan uppgår till åtminstone 6,5 %. I själva verket visade rapporterna på att 6,5 % är en mycket försiktig bedömning av kalkylräntan.

<sup>91</sup> Domen, s. 46.

<sup>92</sup> Se vidare Ganslandt II, s. 2 f.



179. Fortum framhöll under den muntliga förhandlingen vid förvaltningsrätten att Fortums bevisning beträffande nivån på kalkylräntan stod i princip oemotsagd från EI:s sida.
180. Det hade därför varit att förvänta att EI:s nya expertrapporter skulle syfta till att motbevisa de slutsatser avseende kalkylräntans nivå som Fortums experter dragit och som förvaltningsrätten till stora delar grundat sitt ställningstagande avseende kalkylräntan på.
181. EI:s experter har dock överhuvud inte fått detta uppdrag. EI:s experter har istället fått i uppdrag av EI att beräkna kalkylräntor utifrån tidsperspektiv och metoder som EI inte tillämpat i Beslutet och som inte heller varit föremål för diskussion vid förvaltningsrätten. EI:s experter gör således nu kalkylränteberäkningar med endast tillsynsperioden som tidsperspektiv eller baserade på ”utfallsdata” för år 2012 och 2013.
182. Mot bakgrund av att EI i kammarrätten har förklarat att EI inte ändrat metod är det oklart varför experternas nya utredningar överhuvud skulle vara relevanta.
183. EI:s nya expertutlåtanden visar inte att de beräkningar som Fortums och övriga elnätsföretags experter gjort vid förvaltningsrätten varit felaktiga eller orimliga i något avseende.
184. I praktiken står således de av elnätsföretagen åberopade expertutlåtandena alltså oemotsagda i kammarrätten.
185. Den kritik som faktiskt förekommer i de nya rapporterna rör i princip uteslutande det förhållandet att elnätsföretagens experter utgått från att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas. Som framgått härstammar denna utgångspunkt från EI:s eget Beslut. EI:s experters kritik utgör således i själva verket en kritik mot EI:s Beslut. Även detta visar att de beräkningar som förekommer i EI:s nya expertutlåtanden saknar relevans för den prövning som kammarrätten har att göra.
186. EI har slagit fast att en långsiktigt stabil kalkylränta ska fastställas. Detta kan EI inte ändra genom att åberopa expertrapporter som framför invändningar mot detta. När det gäller nivån på vad som utgör en rimlig långsiktigt stabil kalkylränta står fortfarande Fortums experter i huvudsak oemotsagda.

187. Förutom att EI:s nya expertrapporter saknar relevans för den fråga som ska prövas i målet innehåller de av EI åberopade rapporterna dessutom allvarliga brister, vilka medför att rapporterna även av denna anledning inte kan läggas till grund för kammarrättens prövning. Fortum redogör i det följande för en del av de bristfälligheter som förekommer i rapporterna.
188. Fortum kommer i det följande att utgå från de sex parametrar som EI särskilt bedömt i underbilaga 4 och framhålla de brister som EY II, GT II, Yard II och De Ridder och Råsbrant innehåller beträffande antagandena vad gäller dessa parametrar. EI:s experters antaganden leder till att deras beräkningar av nivån på en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv kraftigt underskattas.

## **6.2 Skogsviks, KPMG:s och PwC:s rapporter visar att även en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till åtminstone 6,5 %**

189. De av Fortum åberopade expertrapporterna vid såväl förvaltningsrätten som i kammarrätten visar att även en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till åtminstone 6,5 %.
190. Fortum åberopade vid förvaltningsrätten ett utlåtande av professor Kenth Skogsvik. Skogsviks utlåtande avsåg en kalkylränteberäkning med tillsynsperioden som tidsperspektiv (vilket ingavs för att visa att även en beräkning med ett kortare tidsperspektiv resulterar i en väsentligt högre kalkylränta än den av EI beräknade långsiktigt stabila kalkylräntan). Skogsvik konstaterade i detta utlåtande att 6,5 % utgjorde en konservativ beräkning av kalkylräntan.
191. I Skogsvik II bekräftar Skogsvik att hans uppfattning, efter att ha tagit del av EI:s nya expertutlåtanden, alltjämt är att hans beräknade kalkylränta om 6,5 % ”snarast utgör ett försiktigt beräknat värde på real WACC före skatt för svenska elnätsföretag”.<sup>93</sup>
192. Under målets handläggning vid förvaltningsrätten gav Fortum även PwC i uppdrag att beräkna en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv. PwC utförde en sådan beräkning och kom till slutsatsen att en sådan beräkning uppgår till 7,1 % (till skillnad

<sup>93</sup> Skogsvik II, s. 11.

från PwC:s långsiktigt stabila kalkylränta, som uppgick till 7,6 %). PwC vidhåller i PwC II denna uppfattning.<sup>94</sup>

193. Inför kammarrättens prövning har Fortum även bett KPMG att beräkna en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv. KPMG har utfört en sådan beräkning och har funnit att en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till 6,6 % - 7,4 %.<sup>95</sup>
194. De av Fortum åberopade expertutlåtandena visar således att även en kalkylränta som beräknas med tillsynsperioden som tidsperspektiv uppgår till åtminstone 6,5 %. Även om kammarrätten skulle finna att de av EI åberopade expertutlåtandena ska tas i beaktande föreligger det således inte anledning för kammarrätten att ändra Domen i den del som rör kalkylräntan.

### 6.3 De sex parametrarna

#### 6.3.1 Riskfri ränta

195. När det gäller EI:s experters syn på den riskfria räntan för en kalkylränta med tillsynsperioden som tidsperspektiv ska följande framhållas.
196. EY beräknar i EY II den riskfria räntan som ett intervall där minvärdet (3,45 %) utgörs av Riksbankens prognostiserade 10-årsränta för 2012-2014 och maxvärdet (4,01 %) utgörs av den prognostiserade 10-årsräntan i enlighet med minalternativet, men med tillägg för ränteskillnaden mellan en 30-årig och en 10-årig statsobligation under perioden april 2009 – oktober 2011. Medelvärdet av EY:s max- och minalternativ är 3,73 %.<sup>96</sup>
197. EY:s användning av den prognostiserade räntan för den tioåriga statsobligationen för att beräkna minvärdet utgör en avvikelse från vedertagen finansiell teori. Enligt vedertagen finansiell teori ska den riskfria räntans löptid sammanfalla med investeringens livslängd. Detta bekräftar EY själv när EY anger att EY ”instämmer i principen att

<sup>94</sup> PwC II, avsnitt 4.1.

<sup>95</sup> KPMG II, avsnitt 5.

<sup>96</sup> EY II, s. 14 f och s. 20.

*löptiden på den riskfria räntan ska motsvara investeringshorisonten” och att “[d]enna princip är vanligt förekommande i litteraturen”.*<sup>97</sup> EY hänvisar själv till Bruner m.fl. som anför att *”[r]isk free rate should match the tenor of the cash flows being valued”*.<sup>98</sup>

198. Att den riskfria räntans löptid ska sammanfalla med investeringens livslängd gäller oavsett om den riskfria räntan ska vara långsiktigt stabil eller fastställas med tillsynsperioden som tidsperspektiv.
199. Att detta följer av vedertagen finansiell teori framgår, förutom av EY:s egen rapport, av Skogsvik II, Ganslandt II, PwC II och KPMG II.<sup>99</sup>
200. Elnätens livslängd är betydligt längre än tio år. Att EY i sitt minimumscenario använder sig av den tioåriga statsobligationen leder till att EY underskattar den riskfria räntan.
201. EY förklarar sin avvikelse från finansiell teori med att marknadsaktörer ofta tillämpar en tioårig riskfri ränta istället för en trettioårig. Som både PwC och KPMG framhåller är dock anledningen till detta att det ofta är praktiskt enklare att tillämpa en tioårig ränta eftersom trettioårig finansiering inte är lika vanligt förekommande som tioårig. Den finansiella teorin säger dock att en trettioårig ränta ska tillämpas. Tillämpas en kortare löptid uppkommer också en refinansieringsrisk som måste beaktas. Praktiska förenklingar som tillämpas av vissa marknadsaktörer inför deras investeringsbeslut ska inte vara styrande för beräkningen av en regulatorisk kalkylränta. Den regulatoriska kalkylräntan ska beräknas utifrån vedertagen ekonomisk metod. Detta följer också av regeringens uttalande i prop. 2008/09:141 s. 79.
202. Det ska särskilt noteras att EI själv i sin bedömning i underbilaga 4 förkastat den tioåriga statsobligationen som grund för beräkning av den riskfria räntan.<sup>100</sup>
203. EY:s minimalalternativ vad gäller uppskattningen av den riskfria räntan frångår således finansiell teori och kan därför inte läggas till grund för en bedömning av den riskfria räntan. EY:s maximalalternativ som beräknas genom att ränteskillnaden

<sup>97</sup> EY II, s. 12.

<sup>98</sup> EY II, s. 13.

<sup>99</sup> Skogsvik II, s. 3, Ganslandt II, s. 8, PwC II, avsnitt 4.2.3, s. 15 f, och KPMG II, avsnitt 4, s. 10.

<sup>100</sup> Se underbilaga 4, s. 10 och Yttrande II, avsnitt 5.5.

mellan en tioårig och en trettioårig statsobligation läggs till räntan för den tioåriga obligationen för att illustrera en ”*implicit 30-årsränta*” är mer korrekt. Denna beräkning resulterar enligt EY i en prognostiserad riskfri ränta under tillsynsperioden om 4,01 %.

204. I GT II tillämpar GT en riskfri ränta om 2,3 %. GT:s riskfria ränta bygger emellertid på en ränta för en obligation med en löptid om endast fyra år.<sup>101</sup> GT:s synsätt avviker markant från övriga experters synsätt och avviker dessutom i ännu högre grad än EY:s från vedertagen ekonomisk teori.
205. Som samtliga Fortums experter konstaterar är GT:s metod att likställa prognosperioden (tillsynsperioden) med investeringarnas löptid både teoretiskt och praktiskt helt felaktig. GT:s beräkning skulle bara vara relevant om elnätsföretagens investeringar hade haft en löptid om fyra år, vilket uppenbarligen inte är fallet. GT tycks helt enkelt blanda ihop prognosperiodens längd och den relevanta löptiden för räntan/investeringen. Metoden avviker dessutom från den metod som GT i sin första rapport använde för att fastställa en momentan riskfri ränta då GT i vart fall använde sig av en tioårig löptid. I GT:s första rapport konstaterade GT också att ”[d]en riskfria räntan som används i WACC beräkningen ska spegla investeringens tidshorison”<sup>102</sup>. Denna teoretiska utgångspunkt tycks GT helt ha glömt bort i GT II.
206. Det bör noteras att om GT hade tillämpat en riskfri ränta i enlighet med EI:s Beslut och EY:s maxalternativ om ca 4 % hade GT:s beräkning resulterat i en kalkylränta om 7,7 %.<sup>103</sup> Om GT hade tillämpat EY:s genomsnittliga riskfria ränta om 3,73 % hade GT:s beräkning resulterat i en kalkylränta om 6,5 %.<sup>104</sup>
207. De Ridder och Råsbrant uppskattar den nominella riskfria räntan till 3 % (1 % real riskfri ränta och 2 % inflationsförväntan). Det framgår inte vilken metod som De Ridder och Råsbrant använder sig av vid sin uppskattning eller vilket tidsperspektiv som De Ridder och Råsbrant anlägger. De Ridder och Råsbrants uppskattning tycks mer eller mindre ”tagen ur luften” och ska därför lämnas utan avseende. Det kan dock noteras att

---

<sup>101</sup> GT II, s. 8.

<sup>102</sup> GT I, s. 11.

<sup>103</sup> Se PwC II, s. 19.

<sup>104</sup> Se Ganslandt II, s. 12.

De Ridder och Råsbrant uttryckligen förkastar användningen av den 10-åriga statsobligationen (vilken EY använder sig av) eftersom de anser den, ”i dagsläget, inte vara representativ”.<sup>105</sup>

208. Yard har inte redogjort för vilken uppfattning han har om den riskfria räntan, men gör en justering av den riskfria räntan till 3,5 %. Sänkningen tycks ha ett samband med vad Yard anger utgjorde den faktiska genomsnittliga låneräntan 2012.<sup>106</sup> Den faktiska genomsnittliga låneräntan år 2012 (bedömd *ex post*) saknar helt betydelse för den *ex ante*-bestämning av den riskfria räntan som ska göras inom ramen för kalkylränteberäkningen. Yards uppskattning avser vidare endast ett enskilt år och saknar därför relevans för vad som utgör en riskfri ränta för tillsynsperioden.

### 6.3.2 Den särskilda riskpremien

209. De av EI åberopade expertutlåtandena innehåller följande ställningstaganden avseende den särskilda riskpremien.

210. EY, som i sitt första utlåtande tillämpade en särskild riskpremie i form av ett osäkerhetsintervall om 0-1,0 %, har i EY II justerat den särskilda riskpremien till 0,5 % i både sitt max- och minalternativ.<sup>107</sup> EY har inte redogjort vare sig för vad som låg till grund för den ursprungliga uppskattningen eller för justeringen. I avsaknad av motivering saknar EY:s justering relevans.

211. Till skillnad från till exempel GT, De Ridder och Råsbrant, PwC och KPMG, anser inte EY att någon storleksrelaterad premie ska tillämpas trots att många nätföretag är små. EY:s motivering till detta är att ”*det inte vore rimligt att små bolag skulle få en högre intäktsram än stora bolag och att regleringen syftar till att låta de effektivaste företagen styra intäktsramen.*”<sup>108</sup>

212. Det EY i själva verket säger är att EY anser att kalkylräntan ska spegla kapitalkostnaden för de största nätföretagen. Effekten av EY:s resonemang skulle bli att

<sup>105</sup> De Ridder & Råsbrant, s. 13.

<sup>106</sup> Yard, s.12.

<sup>107</sup> EY II, s. 16.

<sup>108</sup> EY II, s. 15.

mindre elnätsföretag inte kan attrahera kapital och därmed slås ut. En sådan framtvingad utslagning av medelstora och mindre elnätsföretag kan givetvis inte vara styrande vid beräkningen av kalkylräntan.

213. EY identifierar för övrigt själv att EY:s resonemang har denna konsekvens. EY anför att *”[d]et är sannolikt att vår bedömda WACC underskattar den verkliga kapitalkostnaden för de mindre företagen, dels avseende den eventuella storlekspremien [...] dels mer konkret avseende kreditriskpremien.”*<sup>109</sup> EY konstaterar dock krasst att *”[f]ör ägare som bedömer att deras kapitalkostnad underkompenseras av regleringen finns dock möjlighet att sälja sitt företag till en större aktör med lägre kapitalkostnad, och därigenom tillgodogöra sig det fulla värdet av företaget.”*<sup>110</sup>
214. EY anser alltså att ”lösningen” på en kalkylränta som inte ger rimlig avkastning till vissa elnätsföretag är att ägarna till dessa ska tvingas sälja sina företag till större aktörer.
215. EY:s resonemang är inte bara orimligt utan står även i direkt strid med ellagen. 5 kap. 6 § ellagen anger att *”intäktsramen ska ... ge en rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten”* (vår understrykning). Det finns inget utrymme för att förstå denna bestämmelse som att endast de större företagen ska erhålla rimlig avkastning på sitt kapital medan de medelstora och mindre företagen ska tvingas avyttra sin verksamhet.
216. GT tillämpar liksom tidigare en särskild riskpremie (”riskpremietillägg”) om cirka 1,2 %.<sup>111</sup> Detta är högre än den särskilda riskpremie som EI tillämpat i Beslutet. GT:s utlåtande stöder således Fortums inställning vad gäller den särskilda riskpremien.
217. De Ridder och Råsbrant har uppfattningen att någon särskild riskpremie inte ska tillämpas, däremot tillämpar de i praktiken en särskild riskpremie i form av en småbolagspremie om 1 %.<sup>112</sup>

---

<sup>109</sup> EY II, s. 22.

<sup>110</sup> EY II, s. 23.

<sup>111</sup> GT II, s. 11.

<sup>112</sup> De Ridder & Råsbrant, s.

218. Yard tillämpar en särskild riskpremie ("riskpremietillägg EK") om 0,78 %.<sup>113</sup> Det är oklart varifrån Yard härlett denna siffra.

### 6.3.3 *Justering av betavärdet med Bloombergomräkning*

219. EY, De Ridder och Råsbrant och Yard tillämpar inte någon Bloombergomräkning.

220. GT tycks tillämpa en Bloombergomräkning även vid beräkningen av en kalkylränta för tillsynsperioden.

221. Bloombergomräkning sker vid beräkningen av andra regulatoriska kalkylräntor. Till exempel tillämpar PTS en Bloombergomräkning vid fastställande av kalkylränta för mobilnäten.<sup>114</sup>

222. När det gäller EI:s experters syn på betavärden ska det också noteras att De Ridders och Råsbrants samt Yards beräkningar i hög grad påverkas av att de tillämpar mycket låga betavärden. Yards och De Ridder och Råsbrants betavärden avviker betydligt från de flesta andra experters, inklusive EY:s och GT:s.

223. Yard anför att han tillämpar samma betavärde som används i den brittiska regleringen. Som framgår av PwC II skiljer sig elnätsverksamheten i Storbritannien markant från den svenska. I Storbritannien finns endast ett fåtal aktörer och regleringen är i princip individuellt anpassad för dessa. Riskbedömningen för de brittiska aktörerna är således helt annorlunda än för de svenska aktörerna och kan inte användas som grund för att uppskatta betavärden för svenska elnätsföretag.<sup>115</sup>

### 6.3.4 *Kreditriskpremien*

224. EY tillämpar i EY II en kreditriskpremie om 1,03 % och sänker därmed sin tidigare tillämpade kreditriskpremie med 0,3 %.<sup>116</sup> GT tycks i GT II alltså tillämpa en

---

<sup>113</sup> Yard, s. 12.

<sup>114</sup> Se PTS-ER-2014:17, s. 42 f.

<sup>115</sup> PwC II, avsnitt 4.6.2.

<sup>116</sup> EY II, s. 19.



kreditriskpremie om åtminstone 1,83 %, vilket Fortum inte har några invändningar mot.<sup>117</sup>

225. EY härleder sin kreditriskpremie från tioåriga obligationer. EY anför att EY:s sänkning av premien med 0,3 % är motiverad av att företag i praktiken oftast inte finansierar sig på tio år.<sup>118</sup>
226. EY:s synsätt är felaktigt. Som framgår av Skogsvik II, Ganslandt II, PwC II och KPMG II ska den referensränta som används för att uppskatta lånekostnaden, enligt vedertagen ekonomisk teori, ha en löptid som motsvarar företagets finansieringsbehov (dvs. investeringens livslängd). Kalkylräntan ska spegla kostnaden för företaget att finansiera sig på lång sikt.<sup>119</sup> Om man, som EY, utgår från en lånefinansiering med kortare löptid än den ekonomiska livslängden på de elnätsinvesteringar som är aktuella uppkommer en tillkommande finansiell ränterisk, en refinansieringsrisk.<sup>120</sup> I korthet innebär detta att om ett företag lånar med kortare löptid än finansieringsbehovet finns en risk att lånekostnaden är högre när ny finansiering måste tas upp. EY sänker kreditriskpremien (och den riskfria räntan) med hänvisning till att företag ofta finansierar sig med kortare löptider än tio år, men utan att beakta den tillkommande refinansieringsrisken.
227. Som framgår av PwC II begår EY ytterligare ett fel vid sin uppskattning av kreditriskpremien genom att EY överskattar elnätsföretagens kreditvärdering då företagen inte ses ”stand alone”, dvs. som fristående bolag.<sup>121</sup> Kreditvärderingen spelar en avgörande roll i prissättningen av krediter. Vid bedömningen av parametrarna för de svenska elnätsföretagen ska räntenivån spegla kapitalkostnaden för bolaget som ett fristående bolag. I enlighet med vad förvaltningsrätten påpekar i Domen är det inte en korrekt metod att utgå från att elnätsföretagen ingår i en större koncernstruktur eller är ägda av en kommun.<sup>122</sup>

---

<sup>117</sup> GT II, s. 8, stycke 40.

<sup>118</sup> EY II, s. 19.

<sup>119</sup> Skogsvik II, s. 3, Ganslandt II, s. 7 f, PwC II, s. 16 och KPMG II, s. 12.

<sup>120</sup> Se bl.a. Skogsvik II, s. 3 och Ganslandt II, s. 9.

<sup>121</sup> PwC II, s. 16 f.

<sup>122</sup> Domen, s. 49.

228. EY tycks själv vara medveten om detta problem. EY för dock samma resonemang när det gäller kreditriskpremien som när det gäller tillämpligheten av en småbolagspremie. EY konstaterar således att det är sannolikt att EY:s kreditriskpremie leder till att EY:s kalkylränta underskattar kapitalkostnaden för de mindre elnätsföretagen. EY anför att *”det är troligt att små, privatägda nätföretag upplever en högre faktisk lånekostnad än den kreditriskpremie vi bedömer i vår analys”* och att *”[e]tt mindre företag har ingen officiell rating och får sannolikt betala ett högre kreditpåslag”*.<sup>123</sup> Liksom i förhållande till småbolagspremien anser EY dock att lösningen för sådana mindre nätföretag som inte erhåller rimlig avkastning på sitt kapital är att avyttra verksamheten till ett större bolag med lägre kapitalkostnad.
229. Som konstaterats i avsnitt 6.3.2 ovan är EY:s resonemang orimligt och står dessutom i strid med lag.
230. KPMG lyfter i sitt utlåtande fram tre ytterligare invändningar mot EY:s bedömning av kreditriskpremien för tillsynsperioden. KPMG anför att EY:s kreditriskpremie gör en ansats att prognostisera vad som kommer att gälla under tillsynsperioden, men trots detta utgår från ett historiskt genomsnitt för en mycket lång period (dvs. mer av en långsiktigt stabil ansats). Dessutom tar EY:s kreditriskpremie inte i beaktande den nuvarande höga nivån på kreditriskpåslagen och låter vidare kreditriskpremien påverkas av den mycket låga finansieringskostnaden för banker under perioden 2002-2005, utan att detta är motiverat mot bakgrund av att prognosen endast ska gälla för tillsynsperioden.<sup>124</sup>
231. Sammanfattningsvis finns det betydande brister i EY:s bedömning av nivån på kreditriskpremien.
232. Som nämnts är det oklart vilket tidsperspektiv De Ridder och Råsbrant anlägger vid sin beräkning av kalkylräntan. De Ridder och Råsbrant uppskattar kreditriskpremien till

---

<sup>123</sup> EY II, s. 22 f.

<sup>124</sup> KPMG II, s. 12-14.

2,0 %.<sup>125</sup> Nivån om 2,0 % är visserligen rimlig, men det går inte att utläsa hur De Ridder och Råsbrant kommit fram till den.

233. Yard använder sig i ett scenario av en kreditriskpremie om 1,0 % och i ett scenario av en kreditriskpremie om 0,5 %.<sup>126</sup> Nedjusteringen tycks ske baserat på ”den faktiska genomsnittliga låneräntan 2012”. Som konstaterats i förhållande till den riskfria räntan ovan står Yards ansats i strid med utgångspunkten att regleringen är en *ex ante*-reglering. Dessutom saknar Yards bedömning av kreditriskpremien för ett enskilt år relevans för beräkningen av vad som utgör en rimlig kalkylränta för hela tillsynsperioden. Vidare framgår av PwC II att Yards uppskattade kreditriskpremie är alltför låg.<sup>127</sup>

#### 6.3.5 Skuldsättningsgrad

234. Fortum har inga invändningar mot EI:s experters bedömning av den genomsnittliga skuldsättningsgraden för elnätsföretagen. Det ska noteras att ingen av EI:s experter tillämpar den metod för fastställande av skuldsättningsgraden som EI tillämpat i Beslutet och som elnätsföretagen vände sig emot i sina överklaganden. Någon utredning som påverkar förvaltningsrättens slutsats i den del som rör skuldsättningsgraden har således inte åberopats.

#### 6.3.6 Avdrag för eventuell skattecredit

235. Fortum hänvisar i denna del till vad som anförts i avsnitt 4.4 ovan.

### 6.4 Särskilt om De Ridder och Råsbrant

236. De Ridder och Råsbrants rapport innehåller dels en redogörelse för viss finansiell teori kring kapitalkostnadsberäkningar, dels en beräkning av en kalkylränta.
237. Det är oklart vad syftet är med De Ridder och Råsbrants fragmentariska redogörelse för i stora delar ostridig finansiell teori och vilken relevans redogörelsen har. I delar utgör redogörelsen en beskrivning av finansiell teori angående frågor som överhuvud inte är

<sup>125</sup> De Ridder & Råsbrant, se tabell ”WACC real före skatt (skatt =26,3%)” i bilagan.

<sup>126</sup> Yard, s. 12.

<sup>127</sup> PwC II, s. 25.

föremål för diskussion mellan parterna och som snarare tycks utgöra en invändning mot de metodval som EI gjort inför Beslutet. De Ridder och Råsbrant anför till exempel att det finns andra modeller än CAPM-ansatsen för att beräkna avkastningskrav på eget kapital.<sup>128</sup> Det är oklart varför detta förhållande skulle vara relevant när EI själv, dess konsulter och Fortums experter alla är eniga om att CAPM-ansatsen ska tillämpas.

238. När det gäller De Ridder och Råsbrants kalkylränteberäkning påpekar flera av Fortums experter att det i rapporten helt saknas en förklaring till De Ridder och Råsbrants antaganden beträffande de ingående parametrarna i beräkningen.<sup>129</sup> De Ridder och Råsbrants parametervärden synes mer eller mindre ”tagna ur luften”. Deras antaganden avviker dessutom på flera parametrar kraftigt från de flesta andra konsulter och experters antaganden, vilket i hög grad påverkar De Ridder och Råsbrants framräknade kalkylränta i sänkande riktning.

## 6.5 Särskilt om Yard II

239. Redan under den muntliga förhandlingen vid förvaltningsrätten påpekade elnätsföretagens ombud att Yard befann sig i ”ett annat rum” och att Yards utlåtande huvudsakligen avsåg frågor som överhuvud inte är föremål för prövning i målet.
240. I Yards nya utlåtande använder sig Yard av samma metod. Yard uppehåller sig således vid och kritiserar den av förvaltningsrätten fastställda kalkylräntan utifrån ett antal förhållanden som inte ska prövas av kammarrätten.
241. EI har konstaterat att kalkylräntan ska beräknas som ett vägt genomsnitt av förräntningskraven för olika kapitalslag, en s.k. WACC, med tillämpning av CAPM-ansatsen vid beräkningen av avkastningskravet för eget kapital.<sup>130</sup> Yard däremot anser att det finns ”betydande svårigheter med att använda modellen i praktiken” och använder sig därför istället av ”verkliga underlag” istället för ”modellanalyser”.<sup>131</sup>

<sup>128</sup> De Ridder & Råsbrant, s. 5.

<sup>129</sup> Se KPMG II, s. 16 f och PwC II, s. 23.

<sup>130</sup> Se t.ex. Slutrapporten, s. 20.

<sup>131</sup> Yard II, s. 1 f.

242. Vidare tycks en stor del av Yards synpunkter bygga på en kritik mot EI:s val av bland annat real annuitetsmetod för fördelning av kapitalkostnader och EI:s metod för att avgöra vilka tillgångar som ska ingå i kapitalbasen. I stora delar kan någon egentlig kritik inte utläsas av innebörden att de beräkningar Fortums experter har gjort skulle vara felaktiga i något avseende.
243. Undantaget är Fortums experters uppskattning av risken för svenska elnätsföretag där Yard kritiserar användningen av utländska jämförelsebolag. Denna kritik omfattar dock även EI:s experter, som använder sig av samma metod.
244. Yards utlåtande innehåller även en jämförelse med kommunal VA-verksamhet. Yard frågar sig bland annat om det finns någon avgörande skillnad mellan upplåning till VA-verksamhet och upplåning till elnätsverksamhet.
245. I Skogsvik II, Ganslandt II och PwC II konstateras att Yards jämförelse med kommunalt ägd VA-verksamhet helt saknar relevans. Skogsvik anför bland annat att *”[d]et torde vara tämligen självklart att upplåning med 5 -10 års löptid för att finansiera kommunalt ägda VA-nät är väsentligt mindre riskfylld än den långsiktiga lånefinansiering som blir aktuell för svenska privata elnätsföretag.”*<sup>132</sup> Ganslandt konstaterar att Yard snarast tycks argumentera *”för att elnätsverksamheten i Sverige bör övergå i offentlig regi.”*<sup>133</sup> PwC påpekar att en avgörande skillnad mellan elnätsverksamhet och kommunal VA-verksamhet bland annat är att kommunal VA-verksamhet inte får gå med vinst och att privata aktörer därför inte har något intresse av och dessutom inte får äga en allmän VA-anläggning. Vidare påpekar PwC att den gällande regleringen för VA-verksamhet har lett till ett grovt eftersatt underhåll, bristfälliga investeringar och försämrad leveranssäkerhet i VA-nätet.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> Skogsvik II, s. 3.

<sup>133</sup> Ganslandt II, s. 13 f.

<sup>134</sup> PwC II, avsnitt 4.6.3.

## 7 EI:s *ex post*-beräkning

246. EI gett EY i uppdrag att beräkna en kalkylränta för 2012-2013 ”med *facit i hand*”.<sup>135</sup> På samma sätt har GT fått i uppdrag att beräkna ”*en faktisk real kalkylränta före skatt för elnätsverksamhet för första tillsynsåret 2012.*”<sup>136</sup> Som framkommit tillämpar även Stefan Yard ett *ex post*-perspektiv vid sin beräkning. Yard utgår till exempel till stora delar vid sin beräkning från faktiska ränteutfall år 2012.
247. EI:s experters beräkningar baserade på ”faktiska utfallsdata” för ett visst år saknar helt betydelse för frågan om vad som utgör en långsiktigt stabil kalkylränta, vilket åskådliggörs bland annat av de av EI tillämpade kalkylräntorna under åren 2003-2009.<sup>137</sup>
248. Utfallet ett enskilt år i tillsynsperioden har dessutom begränsad relevans för EI:s kalkylränteresonemang kring beräkningar som avser en prognos för hela tillsynsperioden.

## 8 EI:s jämförelse med övriga nordiska länder

249. I Komplettering II gör EI, baserat på EY II, en jämförelse mellan de kalkylräntor som tillämpats för elnätsverksamhet i Danmark, Finland och Norge.<sup>138</sup> Jämförelsen mellan de olika länderna är kort sagt ointressant och dessutom olämplig, vilket ska utvecklas i det följande. Vidare hänvisas till avsnitt 4.2.4 och Appendix C i PwC II, avsnitt 4 i KPMG II, avsnitt 2 i Skogsvik II och s. 14 i Ganslandt II.
- 8.1.1 *Den regulatoriska kalkylräntan ska spegla ett rimligt avkastningskrav för svenska elnätsföretag*
250. EI:s jämförelse med andra nordiska länder saknar relevans redan av den anledningen att den regulatoriska kalkylräntan ska spegla ett rimligt avkastningskrav för *svenska* elnätsföretag. Det saknar därmed relevans vad andra länders regleringar har för avkastningskrav.

<sup>135</sup> EY II, s. 22.

<sup>136</sup> GT II, s. I.

<sup>137</sup> Se t.ex. A1 Advokaters yttrande 5 i mål 101-14, s. 12 f.

<sup>138</sup> Komplettering II, avsnitt 2.3.2.

251. Dessutom säger nivån på en kalkylränta i ett annat nordiskt land inte något om rimligheten i sig i nivån på den svenska kalkylräntan. EY har inte gjort någon bedömning av huruvida nivån i de övriga nordiska länderna är rimlig, förutom vad gäller Danmark där EY har konstaterat att nivån är alldeles för låg för att utgöra rimlig avkastning enligt CAPM-metoden.
- 8.1.2 *De olika länderna tillämpar olika metoder för att beräkna kalkylränta och fastställa de i beräkningen ingående parametrarna*
252. EY:s och EI:s jämförelse förleder läsaren att tro att det som jämförs är ”WACC för elnät i andra nordiska länder”<sup>139</sup>, dvs. att jämförelsen sker mellan kalkylräntor (WACC:ar) fastställda enligt samma metod. Så är inte fallet och påståendet att det skulle vara fråga om en jämförelse mellan olika länders ”WACC:ar” är därför grovt missvisande. Jämförelsen saknar av samma anledning all relevans.
253. Detta framgår också av EY II. EY uppger att ”*[o]m det fanns en gemensam syn mellan länderna på hur den regulatoriska WACC:en ska beräknas är det därför mycket som talar för att WACC:en för elnät över tiden borde bli relativt lik mellan länderna.*”<sup>140</sup> (Våra understrykningar.) Det EY alltså säger är att om kalkylräntan hade fastställts på samma sätt och med samma syfte i de olika länderna (vilket inte är fallet) så är det mycket som talar för (dvs. det är inte säkert) att kalkylräntan över tid (dvs. inte enskilda år) borde bli relativt lik mellan länderna. Nu fastställs inte ”kalkylräntan” på samma sätt och med samma syfte i de olika länderna, dvs. det finns ingen gemensam syn på beräkningen, varför jämförelsen länderna emellan saknar relevans.
254. Redan av vad EY anför framgår således att EI:s påstående att ”*[d]e kalkylräntor som tillämpas i de nordiska länderna utgör ett i detta sammanhang lämpligt jämförelsematerial*”<sup>141</sup> är felaktigt.
255. Kalkylräntan i Danmark, Finland och Norge fastställs för ett år i taget medan kalkylräntan i Sverige fastställs för fyra år i taget. Dessutom fastställs den svenska kalkylräntan med ansatsen att den ska vara långsiktigt stabil. Redan på grund av dessa

<sup>139</sup> Se rubriken till avsnitt 2 i EY II.

<sup>140</sup> EY II, s. 11.

<sup>141</sup> Komplettering II, s. 2.3.3.

förhållanden saknar EI:s jämförelse relevans. En volatil kalkylränta som uppdateras varje år är kort sagt inte jämförbar med en långsiktigt stabil kalkylränta som fastställs för fyra år i taget.

256. Vidare föreligger stora skillnader beträffande de olika ländernas angreppssätt och metod ifråga om fastställande av kalkylräntan.
257. I exempelvis Danmark bestäms den regulatoriska avkastningen överhuvud inte genom en beräkning enligt WACC-metoden. Istället får enligt den danska regleringen avkastningen inte överstiga den aktuella räntan på 30-åriga obligationslån med panträtt i fastigheter utgivna av hypotekslåneinstitut plus 1 %. Denna beräknade avkastning kan således överhuvud inte jämföras med en kalkylränta framräknad enligt WACC-metoden.
258. Dessutom anför EY att ”[d]en tillåtna avkastningen på elnät i Danmark är ... avsevärt lägre än i Sverige och framstår som alltför låg för att en marknadsmässig avkastning på eget kapital enligt gängse CAPM-modell ska kunna erhållas.”<sup>142</sup> EY är således av uppfattningen att avkastningen i Danmark är alldeles för låg och understiger marknadsmässig avkastning. Det är uppenbart att den danska avkastningsnivån därmed inte utgör ett ”lämpligt jämförelsematerial” för vad som är en rimlig svensk kalkylränta.
259. Den finska och den norska kalkylräntan beräknas visserligen enligt WACC-metoden. Som framgått uppdateras kalkylräntan i dessa länder dock årligen vilket medför en helt annan bedömning av kalkylräntenivån än om denna ska gälla i fyra år och dessutom vara långsiktigt stabil. Detta gäller särskilt eftersom de jämförelseår som används av EI utgör ”lågränteår”, vilket får stort genomslag på en kalkylränta som fastställs för ett enskilt år men i princip inte något genomslag på en långsiktigt stabil kalkylränta. Detta innebär att en jämförelse mellan en kalkylränta som ska spegla den aktuella situationen ett enskilt år och en långsiktigt stabil kalkylränta blir särskilt missvisande.

---

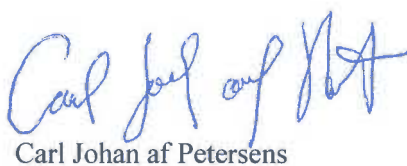
<sup>142</sup> EY II, s. 7.



260. Dessutom är tillvägagångssättet för att bedöma i WACC-metoden ingående parametrar olika i Sverige, Norge och Finland, vilket gör att det inte är möjligt att jämföra kalkylräntenivån mellan länderna.
- 8.1.3 *EI:s jämförelse tar inte hänsyn till skillnaderna i regulatorisk modell mellan länderna*
261. EY:s jämförelse bortser även från det förhållandet att det föreligger grundläggande skillnader mellan de olika ländernas regulatoriska modell för tillsyn över intäktsramarna. EY underlåter att beakta dels hur kalkylräntan används i regleringarna, dels olikheten i de regulatoriska riskerna.
262. Som framgår av PwC II utgår exempelvis den regulatoriska modellen i Norge från en förmögenhetsbevarande princip där avskrivningarna baseras på faktiska bokförda värden. I Finland skrivs tillgångar av linjärt och kapitalbasen fastställs, till skillnad från i Sverige, genom åldersjusterade nuanskaffningsvärden. I Danmark tillämpas linjär avskrivning baserat på nuanskaffningskostnader. I Sverige tillämpas real annuitet.<sup>143</sup>
263. Sammanfattningsvis är det varken möjligt, lämpligt eller intressant att jämföra de olika ländernas kalkylräntenivåer eftersom dessa nivåer påverkas av ett antal särskiljande faktorer mellan länderna.

Stockholm den 11 juli 2014

  
Jonas Eklund

  
Carl Johan af Petersens

  
Helena Wanhainen

<sup>143</sup> PwC II, s. 30. Det ska i sammanhanget noteras att EI i Principrapporten på s. 31 anför att en förmögenhetsbevarande princip innebär en lägre risk för elnätsföretagen än en kapacitetsbevarande.

**BILAGOR**

- Bilaga 1** Utlåtande från professor Kenth Skogsvik ”*Kompletterande synpunkter angående mätningen av real kapitalkostnad för svenska elnätsföretag*”, daterat den 3 juli 2014
- Bilaga 2** Utlåtande från docent Mattias Ganslandt, ”*Kompletteringar rörande skälig kalkylränta för elnätsföretag under tillsynsperioden 2012-2015*”, daterat den 10 juli 2014
- Bilaga 3** Utlåtande från PwC ”*Synpunkter och kommentarer till Ei:s överklagande av förvaltningsrättens dom*”, daterat den 9 juli 2014
- Bilaga 4** Utlåtande från KPMG ”*Kommentarer till uppdaterade WACC-beräkningar avseende elnätsföretag framförda av Energimarknadsinspektionen*”, daterat den 10 juli 2014