

Stockholm den 7 oktober 2016

Mål nr 4711-15 m fl;

Västra Orusts Energitjänst ek för ./. Energimarknadsinspektionen

Med referens till rubricerade mål och Energimarknadsinspektionens (Ei) yttrande av den 14 september 2016 samt med hänvisning till den av förvaltningsrätten fastställda tidplanen inkommer de elnätsföretag som företräds av A1 Advokater ("elnätsföretagen") med nedanstående yttrande.

Elnätsföretagen använder löpande bilagering.

1. KREDITRISKPREMIEN – EI:S MEDGIVANDE

Det noteras att Ei medgivit att kreditriskpremierna ska justeras på det sätt som elnätsföretagen påtalat.

2. RISKFRI RÄNTA

2.1 Ei:s fyraåriga perspektiv är inte långsiktigt

Kammarrätten i Jönköping har slagit fast att ett långsiktigt perspektiv ska anläggas när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Vad särskilt gäller riskfri ränta konstaterade kammarrätten att den riskfria ränta som används i WACC-metoden ska spegla investeringarnas tidshorisont och att uppskattningen därför bör baseras på en löptid som sammanfaller med investeringens livslängd (bilaga 12).

Förvaltningsrätten har i naturgasmålen slagit fast att ett fyra-årigt tidsperspektiv är för kort för att vara förenligt med naturgaslagen, dess förarbeten och gällande praxis.

Förvaltningsrätten angav, i naturgasmålen, istället ett nio-årigt tidsperspektiv för fastställandet av den riskfria räntan. Förvaltningsrätten konstaterade att den riskfria

räntan bör sammanfalla med investeringarnas livslängd men att tioåriga svenska statsobligation är det bästa tillgängliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan.

På samma sätt som beträffande Ei:s fyra-åriga perspektiv utgick förvaltningsrätten ifrån Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan. Förvaltningsrätten fastställde härigenom inte bara storleken på den riskfria räntan utan angav också en repetitiv metodik för hur den riskfria räntan ska beräknas.

På sätt redan angivits har förvaltningsrättens metodik flera fördelar (se elnätsföretagens yttrande av den 31 maj 2016, avsnitt 4).

2.2 Ei:s argumentation rörande riskfri ränta är bristfällig och inkonsekvent

I sitt yttrande av den 14 september 2016 för Ei olika resonemang om varför det skulle vara "fel" att anlägga ett längre tidsperspektiv än fyra år. Därtill ger Ei:s yttrande intrycket av att Ei numera anser att Konjunkturinstitutets prognoser (eller "scenarier" som Ei nu vill kalla det) av den 10-åriga statsobligationsräntan överhuvudtaget inte är en lämplig utgångspunkt.

I sammanhanget bör erinras om att den av Ei fastställda riskfria räntan utgår från Konjunkturinstitutets prognoser av den 10-åriga statsobligationsräntan (se elnätsföretagens yttrande av den 15 december, avsnitt 4.7).

Det bör i sammanhanget även noteras att Ei i kammarrätten i naturgasmålen anger att (Ei:s överklagande till kammarrätten, sid 2, 4 st, bilaga 50):

Ei delar förvaltningsrättens uppfattning att tioåriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan utifrån ett långsiktigt perspektiv. []. Ei menar att Konjunkturinstitutets prognoser över tioåriga statsobligationer för de år som ingår i tillsynsperioden är det bästa tillgängliga och mest tillförlitliga underlaget för att fastställa den riskfria räntan för just den tillsynsperiod som beslutet gäller.

Elnätsföretagen finner inte anledning att i detalj bemöta vad Ei anför i avsnitten 2.1 – 2.3 mer än att hänvisa till vad som tidigare anförts samt genom att åberopa det som Göteborg Energi Gasnät AB anför i kammarrätten, jämte det till nämnda yttrande ingivna utlåtandet av professor emeritus Daniel Thorburn, bilaga 51. I detta yttrande berörs bland annat användandet av historiska siffror i stället för prognoser om framtiden.

Det bör dock påpekas att vad Ei anför rörande scenario och prognos i Konjunkturinstitutets arbete är missvisande. Konjunkturinstitutet gör många bedömningar/prognoser vilka grundas på olika scenarier. En studie av den handling i vilken prognosen för den 10-åriga statsobligationen görs av Konjunkturinstitutet (som

utgör en bilaga till Konjunkturbarometern och benämns "Konjunkturläget") visar också att begreppen scenario och prognos många gånger tycks användas synonymt. På sidan två i nämnda handling anges att "*Rapporten Konjunkturläget är främst en prognos för svensk och internationell ekonomi, men innehåller också djupare analyser av aktuella makroekonomiska frågor*". Frågan om vilket ord som används för att benämna en bedömning av framtiden "scenario" eller "prognos" saknar materiell betydelse i målet, men kan säkert vara en intressant fråga för en lingvist.

Såvitt avser en särskild tillkommande löptidspremie så har elnätsföretagen inte särskilt argumenterat för en sådan varför elnätsföretagen inte finner skäl att särskilt kommentera Ei:s argumentering i denna del. Detta kommer dock Vattenfall och E.ON att göra.

3. MARKNADSRISKPREMIEN

Ei:s argumentation angående CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) och om det påstådda sambandet mellan marknadsriskpremien och riskfri ränta är ytterligare ett exempel på bristande noggrannhet och modellinsikt.

Ei gör gällande att CAPM närmast är en naturlag som inte går "att bortse från" och att en höjning av den riskfria räntan alltid måste medföra en sänkning av marknadsriskpremien. Ei:s påstående är fel. CAPM är inte något annat än en teoretisk modell och som på intet sätt utgör någon "sanning". Härvid kan hänvisas till vad professor Kenth Skogsvik förklarade i sitt yttrande av den 18 maj 2016 under avsnitt 3, sid. 5 (bilaga 48):

CAPM-sambandet bygger således på starkt förenklade förutsättningar för hur kapitalplacering fattar beslut och hur kapitalmarknaden fungerar. Modellens krav på att alla placerare ska ha samma sparhorisont och att mått på placeringsrisk enbart mäts med ett spridningsmått (varians), har varit föremål för betydande akademisk kritik. Vidare bör observeras att CAPM-sambandets förmåga att empiriskt förklara den observerade förräntningen på kapitalplaceringar i svenska och utländska aktier genomgående har visat sig vara mycket låg.

PwC:s riskpremiestudie har inte något med vare sig CAPM eller WACC att göra.

Elnätsföretagen har aldrig ifrågasatt att det vid beräkning av WACC i estimeringssammanhang kan föreligga ett samband mellan marknadsriskpremien och riskfri ränta. Det elnätsföretagen dock klargjort är att det inte föreligger något sådant absolut matematiskt och/eller logiskt CAPM-baserat samband som Ei påstår.

Förvaltningsrätten ansåg inte att det fanns skäl att ändra marknadsriskpremien i naturgasmålen. Detta motiverades med att "*eftersom förvaltningsrätten har fastställt att den riskfria räntan ska bestämmas utifrån tioåriga statsobligationer och inte utifrån*

BNP-metoden, torde det inte vara något problem att använda Energimarknadsinspektionens fastställda marknadsriskpremie”, bilaga 52, sid 36.

Elnätsföretagen har även som ett alternativ, om justering ska ske, anvisat ett förslag på en repetitiv metod för fastställande av marknadsriskpremien. Denna metod utgår från en likartad metod som för fastställande av riskfri ränta.

Skulle förvaltningsrätten inte finna den av elnätsföretagen föreslagna metoden vara lämplig finns det, i detta mål, i vart fall inte skäl att gå under den nivå för marknadsriskpremien som fastställdes i naturgasmålen, dvs 5 procent.

4. SKULDANDEL

Det är svårt att förstå vad Ei:s argumentation beträffande parametern skuldandel och jämförelsebolagen går ut på. Det Ei anför ger närmast intrycket av att Ei för egen del anser att Ei:s egen utredning är bristfällig. I sitt yttrande på sid. 14, 2 st anger Ei följande:

Om Ei:s utredning skulle anses bristfällig, vilket Ei inte tycker att den är, åtgärdas det knappast genom att använda sämre jämförelsebolag grundat på en sämre utredning. Inte heller åtgärdas det genom att använda samma parametervärde som tidigare, utan någon förnyad beräkning. Bedömningen blir heller inte mer korrekt enbart genom att lägga till fler, men sämre, jämförelsebolag.

Det Ei uppger är besynnerligt. På sätt som elnätsföretagen utförligt redogjort för är de fem jämförelsebolagen inte jämförbara med elnätsföretagen. Det är uppenbart att de fem jämförelsebolagen inte är representativa för fastställande av skuldandel – något som såväl Ei som EY måste ha insett. I avsaknad av representativa jämförelsebolag erfordras att man använder sig av ett större urval – av såväl ”bättre” som ”sämre” jämförelsebolag. Genom ett större urval kan förväntas att avvikelser s a s ”tar ut varandra” och ger i sådant fall ett rimligare resultat.

Den utredning som låg till grund för fastställandet av parametern skuldandel för tillsynsperioden 2012-2015 baserades på ett väsentligen större antal jämförelsebolag och därtill som en sammanvägd bedömning av utredningar utförda av EY och Grant Thornton (se elnätsföretagens yttrande av den 15 december 2015, avsnitt 6.3). Fyra av de fem nu aktuella jämförelsebolagen ingick i urvalet men fick då inte så stort genomslag just på grund av ett föreliggande större urval. Genomsnittet av EY:s och Grant Thorntons utredningar gav en skuldandel om 37 procent. Denna skuldandel fastställdes av såväl förvaltningsrätten som kammarrätten.

Ei:s hänvisning till vad EY angivit i sin rapport (bilaga 4 till Ei:s yttrande) tillför inte heller något. EY för ett tämligen omfattande resonemang som går ut på att de fem

jämförelsebolagen är jämförbara – med varandra. EY:s egen slutsats närmast befäster det elnätsföretagen redan konstaterat – de fem jämförelsebolagen är inte jämförbara med elnätsföretagen.

EY:s ”kritik” mot vad professor Kenth Skogsvik redogjort för (bilaga 48) ger heller inte stöd för att de fem jämförelsebolagen skulle vara representativa för fastställande av skuldandelen. EY verkar även för egen del ge uttryck för att de fem jämförelsebolagen inte är representativa. EY anför i sista stycket på sid. 9 följande:

Vad beträffar urvalets storlek är Skogsviks resonemang relevant. Självklart hade det varit bättre om det funnits fler än fem noterade elnätbolag. Det finns dock inget annat alternativ än att inkludera bolag med andra verksamheter i jämförelsegruppen, och detta har vi redan förkastat. Vi får helt enkelt acceptera att arbeta med det material som finns tillgängligt, vilket vi bedömer som tillräckligt bra.

EY konstaterar sålunda för egen del att de fem jämförelsebolagen inte utgör ett tillfredsställande underlag. Trots detta kompletterar inte EY med ytterligare jämförelseföretag och påstår, utan närmare motivering, att *”vi får helt enkelt acceptera att arbeta med det material som finns tillgängligt”*.

Den allvarligaste bristen i EY:s analys framkommer dock i EY:s utlåtande på sid. 10 första stycket:

Det är inte heller helt korrekt att bara se det som att vi har fem observationer av skuldandelen. I själva verket har vi 48 observationer av skuldandelen (tio års data för fem bolag, minus två observationer som saknas, se sid 9 i vår rapport från 2015-04-14). Visserligen är dessa observationer autokorrelerade, dvs. varje årsobservation för ett visst företag är i viss mån beroende av den föregående, men slumpmässiga störningar minimeras ändå genom detta förfarande.

Det EY anför utgör ett grundläggande tillika allvarligt metodologiskt fel. EY påstår att genom att ”observera” de fem jämförelseföretagen 48 gånger, blir de fem jämförelseföretagen plötsligt jämförbara med elnätsföretagen. Det EY:s resonemang resulterar i är att bristerna i jämförelsedatan cementeras genom att den observeras 48 gånger.

En klocka som går fel visar inte rätt tid bara för att man tittar på klockan 48 gånger.

5. SÄRSKILD RISKPREMIE

Ei har under många år tillämpat en särskild riskpremie.

För tillsynsperioden 2012-2015 fastställde Ei den särskilda riskpremien till 0,5 procent. Ei motiverade sänkningen med att den särskilda riskpremien i den finska regleringen uppgick till 0,5 procent och ”att svensk och finsk nätverksamhet i detta

sammanhang bör ha sådana likheter att det är motiverat med en likvärdig premie som i den finska regleringen”.

Förvaltningsrätten konstaterade att Ei:s hänvisning till den finska regleringen inte sade något om risknivån för de svenska elnätsföretagen då det saknades underlag som visade att den finska och svenska nätverksamheten uppvisade sådana likheter att en likvärdig riskpremie var motiverad.

Kammarrätten fann att det med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer så var det är rimligt att använda en särskild riskpremie om 1 procent.

Vad Ei anför under avsnitt 4 i sitt yttrande av den 14 september 2016 är ett uttryck för bristande saklighet.

Ei:s hänvisning till PTS saknar relevans varvid hänvisas till vad som anförts av Göteborg Energi Gasnät AB vid kammarrätten (bilaga 51, sid. 5f).

På sidan 9 i EY:s rapport (bilaga 4 till Ei:s yttrande) framgår att regleringen för de av Ei använda jämförelsebolagen har tydliga skillnader. Till detta kommer vad Elnätsföretagen redan påtalat, att alla jämförelsebolagen är stamnätsföretag, vilka med nödvändighet har en annan riskprofil än region- och lokalnätsföretag.

Utan att återupprepa vad som tidigare anförts kan konstateras att Ei saknar stöd av solid ekonomisk utredning för att ta bort den under lång tid tillämpade och i praxis fastlagda särskilda riskpremien.

EY:s Appendix 2 talar närmast för sig självt. Den ger inte stöd för att regleringen i de länder där de fem jämförelsebolagen är verksamma i är likartad med den som gäller för elnätsföretagen. Tvärtom, utredningen i målet ger stöd för att de fem jämförelsebolagen inte är jämförbara med de svenska elnätsföretagen.

Vad Ei anför angående CAPM och behovet av en särskild riskpremie är ännu en gång ett uttryck för missuppfattning. Under avsnitt 4.1, på sid. 10, anför Ei bl.a. följande:

[]. Enligt CAPM kan de icke-systematiska riskerna diversifieras bort, genom att investerare gör justeringar i sina tillgångsinnehav. Exempelvis kan en investerare i elnät åstadkomma en diversifiering genom att investera i andra tillgångar och därmed sprida riskerna. CAPM innehåller därför ingen särskild riskpremie, eller ersättning för icke-systematiska risker.

På sätt som redan anförts och som framgår av utlåtandet av professor Kenth Skogsvik utgår CAPM från en ”perfekt” marknad med innebörd att samtliga

placeringstillgångar är börsnoterade, transaktionskostnader är försumbara och alla kapitalplacereare har tillgång till samma information utan några insamlings- eller analyskostnader (se bilaga 48, sid 5).

Orsaken till att CAPM inte "innehåller" någon särskild riskpremie beror just på utgångspunkten att CAPM (som modell) utgår från perfekta marknadsförutsättningar. Eftersom det i verkligheten inte råder några perfekta marknadsförutsättningar används som regel alltid en särskild riskpremie.

EY anger på sidan 11 i bilaga 4 till yttrandet att den matematiska formel som återfinns i professor Skogsviks utlåtande skulle vara "avsedd att imponera". Påståendet är anmärkningsvärt. Den matematiska formel som professor Skogsvik tillämpar utgör en korrekt vetenskaplig metod för att analysera regulatorisk risk. Såvitt avser nämnda fråga anger Ei på sidan 12 i sitt yttrande att det inte skulle vara rimligt "att anta att avkastningen kan bli för låg". Varför behöver energiföretag då ständigt vända sig till förvaltningsdomstol med överklagande av Ei:s beslut rörande rimlig avkastning?

Det är slutligen än mer anmärkningsvärt att Ei som ett argument anger att "*en investerare i elnät kan åstadkomma en diversifiering genom att investera i andra tillgångar och därmed sprida riskerna*" (yttrandet sid 10). Lagstiftningen utgår inte ifrån att elnätsföretagen ska behöva diversifiera sin verksamhet; tvärtom. Den rimliga avkastning som ska fastställas enligt ellagen ska bedömas med utgångspunkt ifrån elnätsverksamhet och inget annat. Den regulatoriska kapitalbasen utgår bara ifrån elnätsverksamhet.

På sätt Ei medger finns alltså särskilda risker med elnätsverksamhet. Elnätsföretagen kan dock inte komma till rätta med dessa genom diversering, vilket förhållande motiverar en särskild riskpremie.

6. MÅLETS FORTSATTI HANDLÄGGNING

Elnätsföretagen uppfattar att skriftväxlingen härmed är avslutad och emotser förvaltningsrättens dom.

Som ovan

Torgny Wetterberg

Kristoffer Ribbing