

Förvaltningsrätten i Linköping  
Box 406  
581 04 Linköping

Även med e-post: [forvaltningsrattenilinkoping@dom.se](mailto:forvaltningsrattenilinkoping@dom.se)

Stockholm den 10 oktober 2016

## Yttrande

Mål nr 4712-15, 4713-15, 4714-15, 6849-15, 6685-15 och  
7380-15;

Vattenfall Eldistribution m.fl. ./. Energimarknadsinspektionen

Med anledning av Energimarknadsinspektionens (Ei) yttrande daterat den 14 september 2016 får vi i egenskap av ombud för Vattenfall Eldistribution AB, YS Nät AB, Västerbergslagens Elnät AB och Gotlands Elnät AB (gemensamt Vattenfall) anföra följande.

### A. Inledning

- 1 Vattenfall vidhåller vad som tidigare anförts. Ei:s yttrande föranleder dock några kommentarer och tillägg. I de avseenden Ei:s påståenden inte kommenteras nedan anser Vattenfall att frågorna redan behandlats i Vattenfalls tidigare yttranden. Såvitt avser jämförelsebolag, skuldandel och betavärde hänvisas till vad Vattenfall angivit i avsnitt G i yttrandet av den 31 maj 2016. De elnätsföretag som företräds av A1 Advokater har haft en mer utvecklad argumentation i dessa frågor och kommer också att bemöta Ei:s argumentering i denna del.
- 2 Vattenfall har nedan valt att följa Ei:s struktur. Rubriksättningen följer därför i huvudsak den rubriksättning som Ei har i sitt yttrande.

### B. Den riskfria räntan

- 1 Ei:s avsnitt 2.1 – *”Det är vedertaget och rimligt att utgå från tillsynsperioden”*
- 3 Ei anger att det med hänvisning till teori och praktik saknas skäl att skatta den riskfria räntan för någon annan period än tillsynsperioden och menar att WACC-beräkningen i största möjliga utsträckning bör ske på ett sätt som är vedertaget vid icke-regulatoriska

förhållanden. Ei hänvisar till Post- och telestyrelsen (PTS) och regleringen av telekommunikationsmarknaden (PTS-regleringen) och hävdar att utgångspunkterna är desamma för elnätsföretagen, dvs. att regleringen ska efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden.

- 4 Ei:s uppfattning är märklig. Ei ska utgå från ellagen och har att förhålla sig till de ramar och principer för bedömningen av kalkylräntan för elnätsföretagen som följer av förarbeten och som har fastslagits i praxis.
- 5 En investering i ett elnät är en mycket långsiktig irreversibel investering som endast kan återbetalas genom att intäktsramarna möjliggör tillräckliga intäkter under anläggningarnas livslängd. Om långsiktiga investeringar ska göras för att säkra nätens funktion måste elnätsföretagen kunna göra långsiktiga bedömningar av framtida intäkter och kostnader för att kunna bedöma en framtida avkastning. Det är därtill viktigt att komma ihåg att det är en regulatorisk WACC som ska fastställas. Vid bestämmande av WACC för elnätsföretagen måste den regulatoriska kontexten beaktas och de särskilda förutsättningar som gäller för elnätsverksamhet, bland annat att den WACC som beslutas ska gälla oförändrad under en fyraårig tillsynsperiod och att bedömningen av WACC därmed inte kan ske på samma sätt som vid "icke-regulatoriska" förhållanden.
- 6 Vad gäller tidsperspektivet har såväl kammarrätten i elnätsmålen som förvaltningsrätten i naturgasmålen, utifrån syftena med regleringen, prövat och underkänt Ei:s fyraårsperspektiv. Det råder ingen oklarhet i det här avseendet. I naturgasmålen angav förvaltningsrätten att fyraårsperspektivet inte lever upp till den långsiktiga bedömning som enligt kammarrätten ska vara utgångspunkten vid fastställandet av parametern och ansåg därför att prognosen istället bör sträcka sig över en längre tidsperiod för att därigenom undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag på kalkylräntan.
- 7 Trots att domstolarna, med hänvisning till syftena med regleringen, tagit tydlig ställning för det långsiktiga perspektivet och att skälet för detta bland annat är att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag på kalkylräntan så hävdar Ei nu att syftet skulle vara att efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. Det stämmer inte.
- 8 Det är inte samma syften som ligger bakom PTS-regleringen som regleringen för elnätsföretagen. Av förarbetena till lagen om elektronisk kommunikation, LEK (prop 2002/03:110) och av de yttranden från PTS som Ei hänvisar till, framgår att syftet med LEK bland annat är att försöka åstadkomma och främja konkurrens mellan aktörerna på telemarknaden. Det kan därmed vara rimligt för PTS att försöka efterlikna en marknadssituation. Ellagen, som reglerar en monopolmarknad, har inte som syfte att främja konkurrens mellan elnätsföretagen.
- 9 PTS har också vid flera tillfällen tydliggjort att det är väsentliga skillnader mellan marknaderna. Även i det yttrande som Ei nu hänvisar till (bilaga 1 till Ei:s yttrande) understryker PTS att lagstiftningen är en annan och att det finns avgörande skillnader mellan marknaderna. Som exempel på en sådan avgörande skillnad nämner PTS (s. 4-5) att Teracom's infrastruktur kan användas till oreglerade produkter och därigenom generera intäkter och avkastning på gjorda investeringar utanför de reglerade marknaderna.

- 10 En ytterligare skillnad är att livslängden på elnätsföretagens investeringar, där 95 % av investeringarna har en livslängd på 40 år<sup>1</sup>, är betydligt längre än livslängden på investeringarna inom telekombranschen, som uppgår till mellan 3 och 30 år.<sup>2</sup> Det kan här noteras att den absoluta merparten av Teracoms investeringar har avskrivningstider i storleksordningen 5 år. Detta framgår av PTS yttrande ingivet till Förvaltningsrätten i Stockholm i mål nr 10447-15 (Teracom-målet), bilaga 1. Det är samma yttrande som Ei hänvisar till i de nu aktuella målen (bilaga 1 till Ei:s yttrande). I den kopia som Ei lämnat in har dock uppgiften angående avskrivningstiden maskerats.
- 11 Ei ifrågasätter även skälet till det långsiktiga perspektivet – att skapa stabila intäkter respektive avgifter – och hävdar att denna stabilitet inte skulle vara till fördel för elnätsföretagens kunder och inte heller i alla lägen för investerarna. Ei:s ifrågasättande är märkligt eftersom stabila villkor är något som uttryckligen eftersträvas av regleringen.<sup>3</sup> Det har tidigare även varit Ei:s uttalade strävan att undvika instabila avgifter för kunderna.<sup>4</sup>
- 12 Kammarrätten har även uttalat att en stabil kalkylränta har positiv effekt på nätföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs för att säkra elnätens funktion.
- 13 Det kan i sammanhanget noteras att elnätsföretagen har en lagstadgad skyldighet att svara för att elnäten är säkra, tillförlitliga och effektiva och att de på lång sikt kan uppfylla rimliga krav på överföring av el (3 kap. 1 § ellagen). Bestämmelsen återspeglar det förhållandet att en säker tillgång till el är ett fundamentalt samhällsintresse. Kunderna har självklart ett intresse av säkra, tillförlitliga och effektiva elnät.
- 14 Ei anger även att den riskfria räntan i regleringen inte heller historiskt har bedömts utifrån någon annan period än den vid var tid aktuella reglerperioden. Vattenfall har svårt att se att jämförelsen är relevant. Tillsynen utgjordes tidigare av en *ex post* reglering med ettåriga tillsynsperioder. Det innebär att Ei i efterhand kontrollerade om elnätsföretagens intäkter varit skäliga under det föregående året genom att beräkna en WACC baserat på faktiskt utfall. Situationen är nu en annan. Den nuvarande regleringen är en *ex ante* reglering där kalkylräntan ska fastställas för de kommande fyra åren.
- 2 Ei:s avsnitt 2.2 – *”Det är inte lämpligt att använda KI:s nioåriga scenarier”*
- 15 Ei gör en stor sak av att KI:s mer långsiktiga estimat av den riskfria räntan är ett scenario och inte en prognos. Detta gör det dock inte mindre relevant att använda scenarierna vid fastställandet av den riskfria räntan utifrån ett mer långsiktigt perspektiv.
- 16 Ett av Ei:s huvudargument mot en kalkylränta som bestäms utifrån långsiktiga scenarier är att kalkylräntan *”inte kommer att spegla de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven”* (Ei:s yttrande, s. 4). Argumentet är svårt att förstå eftersom inte heller Ei:s fyraårsprognos, vilken delvis baseras på scenarier, kommer att spegla de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven. Detta illustreras inte minst av EY:s senaste utlåtande.
- 17 Om kalkylräntan ska spegla vid var tid gällande avkastningskrav måste den fastställas löpande med mycket korta tidsintervaller. Det tidsperspektiv om fyra år som Ei valt att tillämpa speglar istället de aktuella förväntningarna vid tidpunkten för Ei:s beslut. Detta innebär att kalkylräntan riskerar att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna beroende på var

<sup>1</sup> Ei R2014:09, s. 37.

<sup>2</sup> Se Förvaltningsrättens i Linköping dom i mål nr 8016-14, s. 58.

<sup>3</sup> Detta framgår av förarbeten, EU-rätten och praxis vilket utvecklat av Vattenfall i tidigare yttranden, se särskilt yttrandet av den 15 december 2015, avsnitt 4.3 och 4.4 och yttrandet av den 31 maj 2016, avsnitt C.2.2.

<sup>4</sup> Detta framgår bland annat av Ei:s beslut, underbilaga 4 till bilaga 3, om intäktsramar för elnätsföretagen för tillsynsperioden 2012-2015, ingiven som bilaga 9 till Vattenfalls yttrande av den 15 december 2015.

man befinner sig i konjunkturcykeln vid tidpunkten för Ei:s beslut. Dessa förväntningar kan sedan förändras kraftigt under fyraårsperioden utan att kalkylräntan ändras.

- 18 Vattenfall anser att det är viktigare att beakta att beräkningen av avkastningen på den regulatoriska kapitalbasen utgår från företagets samtliga anläggningstillgångar i denna kapitalbas. Den regulatoriska kalkylräntan gäller således inte bara nya investeringar utan alla investeringar, vilket ger en mycket lång tidsperiod då anläggningarna har en mycket lång livslängd. Av denna anledning är det istället av vikt att kalkylräntan fastställs utifrån ett långsiktigt och stabilt tidsperspektiv.
- 19 Vattenfall ifrågasätter dessutom relevansen av att analysera faktiskt utfall i relation till prognoser och scenarier. Om analysen istället hade skett utifrån en tidsperiod med högränteläge hade utfallet blivit det motsatta. Det är naturligt i ett lågränteläge att ha förväntningar om en högre ränta på sikt precis på samma sätt som det i ett högränteläge är naturligt att förvänta sig en lägre ränta på sikt.
- 20 Analyserna som EY gjort visar snarare att KI har en tydlig och uthållig ståndpunkt kring vad räntan uppgår till i ett jämviktsläge, vilket är det läge som Vattenfall anser att WACC:en ska ta sin utgångspunkt i. Med ett långsiktigt tidsperspektiv är syftet att fastställa en normaliserad kalkylränta utifrån en ekonomi i jämvikt, vilket innebär att över- och underkompensation ska ta ut varandra över tid.
- 21 Som KI förklarar i den skrivelse som Ei hänvisat till (bilaga 3 till Ei:s yttrande) syftar KI:s prognoser och scenarier för de närmaste tio åren till att beskriva ”vägen till jämvikten”, dvs. räntan från det faktiska utgångsläget till ett värde som utifrån teoretiskt grundade empiriska modeller uppskattats vara ett ”jämviktsvärde” (se KI:s skrivelse, s. 2).
- 22 Av KI:s nioåriga prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan från juni 2015 för åren 2016-2024 framgår att KI bedömer den riskfria räntan för det sista året i prognosperioden, jämviktsvärdet, till 4,6 %. Det kan noteras att nivån även är i linje med vad KI kom fram till i sin utredning från maj 2012 där KI uttalade att den långsiktiga realräntan på en svensk statsobligation med 10 års löptid uppgår till 2,4-3,0 %. Med tillägg för inflation 2 % (för att erhålla en nominell riskfri ränta) ger det en riskfri ränta på 4,4-5,0 %.
- 23 Som Vattenfall utvecklat i sitt yttrande av den 31 maj 2016 (avsnitt C.2.2) ska den riskfria räntan ta sin utgångspunkt i den långsiktiga jämviktsnivån. Det finns flera metoder som kan användas för att bedöma denna nivå, bland annat den metod som tillämpades i kammarrättens domar i elnätsmålen, den s.k. BNP-metoden. Även KI:s bedömning av jämviktsvärdet enligt beskrivningen ovan kan användas som utgångspunkt. Det är en transparent och repetitiv metod. Eftersom KI:s uppskattning av jämviktsvärdet avser en 10-årig statsobligation måste dock löptiden justeras för att i enlighet med vedertagen ekonomisk teori matcha löptiden på investeringarna (jfr Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016, punkt 64 och 66).
- 24 Den metod som förvaltningsrätten introducerade i naturgasmålen, att utgå från ett genomsnitt av KI:s nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationen, kan i och för sig, på det sätt Vattenfall utvecklat i sitt förra yttrande, också anses vara en lämplig metod. Som Vattenfall poängterat utgör förvaltningsrättens metod en hybrid av en jämviktsmetod och Ei:s mer kortsiktiga perspektiv i och med att den i högre grad kommer att inkorporera jämviktsnivåer och därmed ge en mer stabil nivå på den riskfria räntan.

- 3        *Ei:s avsnitt 2.3 – ”Användning av historiskt utfall är bättre än nioåriga scenarier”*
- 25        Ei vidhåller sitt alternativa metodförslag till det fyraåriga tidsperspektivet och gör gällande att användningen av en kombination av KI:s prognoser för tillsynsperioden och det verkliga utfallet av den föregående tillsynsperioden skulle leda till ett rimligare och mer korrekt resultat än användningen av KI:s nioåriga prognoser. Ei menar vidare, som det får förstås, att eftersom historiskt utfall används vid skattningen av andra parametrar så skulle det vara naturligt att även den riskfria räntan baseras på historiska genomsnitt.
- 26        Som tidigare framhållits följer av vedertagen ekonomisk teori att WACC ska vara framåtblickande. Att tillämpa historiska utfall på det sätt Ei föreslår är oförenligt med det framåtblickande perspektivet och dessutom orimligt.
- 27        När KI gör sina prognoser beaktar de naturligtvis historiska utfall. Utifrån den informationen och sin samlade erfarenhet bedömer KI de framtida räntenivåerna. Detta är i enlighet med det framåtblickande perspektivet. Det är något helt annat än att rakt av tillämpa historiskt utfall utan att göra någon egen kvalitativ bedömning av det utfallets relevans för framtiden. Att istället för en sådan kvalitativ bedömning ta ett snitt av det historiska utfallet skulle vara ett underkännande av den expertis som finns hos KI.
- 28        Av ett utlåtande från professor emeritus Daniel Thorburn, ingivet av Göteborg Energi Gasnät AB i naturgasmålen, bilaga 2, framgår dessutom att Ei:s ”blandmetod” inte är framåtblickande överhuvudtaget. Ei:s förslag motsvarar nämligen medelvärdet av de senaste fyra åren och KI:s prognos de kommande fyra åren, vilket ger ett genomsnitt på prognosdagen (dvs. ”idag”).
- 4        *Ei:s avsnitt 2.4.1 – ”Det är vedertaget och rimligt att utgå från tioåriga statsobligationer”*
- 29        Ei anger att det är både vedertaget och rimligt att använda 10-åriga statsobligationer som underliggande tillgång vid bedömning av WACC och gör återigen gällande att syftet skulle vara att efterlikna en konkurrensutsatt marknad och att det därför skulle vara rimligt att utgå från den marknadspraxis som funnits i Sverige att tillämpa 10-åriga statsobligationer för att fastställa riskfri ränta vid icke-regulatoriska förhållanden.
- 30        Som angetts ovan (punkt 7-8.) är inte syftet att efterlikna en konkurrensutsatt marknad. Ellagen syftar till att nödvändiga investeringar i elnäten och anläggningarna kan göras på ett sätt som gör det möjligt att säkra nätens funktion. Det är mot den bakgrunden av avgörande betydelse att elnätsföretagen tillförsäkras en rimlig avkastning.
- 31        Beräkningen av ett rimligt avkastningskrav ska enligt förarbeten och praxis ske utifrån vedertagna ekonomiska metoder. Av vedertagen ekonomisk teori följer att den riskfria räntan ska spegla investeringarnas tidshorisont. Bedömningen av den riskfria räntan bör därför baseras på en löptid som sammanfaller med investeringens livslängd. Detta är ostridigt mellan parterna, i vart fall har det tidigare även varit Ei:s uppfattning, och har även fastslagits i praxis (se Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016, punkt 48).
- 32        Ei motiverar sitt avsteg från vedertagen ekonomisk teori med att det är marknadspraxis att tillämpa 10-åriga statsobligationer. Att det i Sverige varit praxis att utgå från 10-åriga statsobligationer har sin grund i att det inte har funnits statsobligationer med längre löptider. I länder där det även historiskt funnits tillgång till statsobligationer med längre löptider förekommer en annan praxis. I t.ex. USA är det praxis att utgå från 20- och 30-åriga

statsobligationer (se Navigants utlåtande, bilaga 2 till Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016, punkt 5).

- 33 Ei hänvisar även till att tomträtts- och arrendeutredningen 2012 ansåg det rimligt att utgå från 10-åriga statsobligationer. Som Vattenfall redogjort för i sitt förra yttrande hade den svenska 30-åriga statsobligationen vid den tidpunkten varit utgiven i tre år (sedan april 2009). Mot bakgrund av den vid tidpunkten begränsade historiken framstår inte utredningens konklusion att *"utvecklingen för sådana papper därför är svårbedömd, åtminstone för svensk del"* som så konstig. Det innebär dock inte att det idag, när det finns längre historik och därmed bättre underlag, skulle vara rimligt att utgå från 10-åriga statsobligationer vid fastställande av regulatorisk WACC för elnätsföretagen. Det finns idag tillgängligt och tillförlitligt underlag för att bedöma löptidspremien på den 30-åriga statsobligationen. Det saknas därför skäl att inte tillämpa en löptidspremie.
- 34 Vidare lyfter Ei återigen fram finansieringshorisonten som ett motiv till att tillämpa en 10-årig löptid. Ei:s invändning är irrelevant. Det är i och för sig korrekt som Ei anger att WACC:en ska representera avkastningen som ett företag behöver för att klara långivares räntekrav och ägares avkastningskrav. Dock måste det förhållandet att långsiktiga infrastrukturinvesteringar behöver refinansieras under investeringens livslängd beaktas. Det är det totala räntekravet över investeringens livslängd, dvs. även inkluderande de risker som en refinansiering innebär, som ska utgöra underlag i WACC-sammanhang.
- 35 Även Navigant betonar vikten av att beakta refinansieringsrisken vid fastställande av riskfri ränta eftersom detta är ett avgörande kriterium för att tillgången ska anses riskfri (se Navigants utlåtande, punkt 16 och 17). Navigant hänvisar till en av de främsta auktoriteterna på området, professor Aswath Damodaran. Damodaran anger två kriterier för att en tillgång ska kunna betraktas som riskfri. Tillgången måste (i) vara fri från kreditrisk och (ii) fri från refinansieringsrisk, dvs. tillgångens avkastning ska inte baseras på reinvesteringar med okända räntesatser.
- 36 Genom att använda statsobligationer med löptider som motsvarar anläggningarnas livslängd eller att använda löptidspremier fås riskfria räntor som beaktar refinansieringsrisken.
- 5 Ei:s avsnitt 2.4.2 – *"Vad är en löptidspremie och finns det en sådan för den aktuella perioden?"*
- 37 Med hänvisning till olika begreppsbenämningar tycks Ei försöka ge intrycket av att det skulle råda betydande osäkerhet kring om det överhuvudtaget existerar någon löptidspremie. Ei framhåller att löptidspremie inte är detsamma som löptidsdifferens.
- 38 Med anledning av Ei:s yttrande och vad som där anförs om löptidspremie (löptidsdifferens) har PWC upprättat ett kompletterande utlåtande, se [bilaga 3](#).
- 39 Vattenfall har i och för sig ingen invändning mot Ei:s definition av begreppen. Det är korrekt att löptidsdifferensen är skillnaden mellan en lång ränta och dagens korta ränta och att denna differens utgörs av två komponenter; dels löptidspremien som är en kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid, dels en förväntan om framtida korta räntor. Det kan noteras att detta även är i enlighet med vad PWC angett i sitt tidigare ingivna utlåtande (bilaga 1, till Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016, s. 6).
- 40 Det är dock inte ovanligt att det som Ei benämner som löptidsdifferens även benämns som löptidspremie. Det framgår t.ex. av nedan uttalande från Riksbanken.

*"Räntorna stiger i regel med löptiden (avkastningskurvan), vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även om det inte alltid är så betraktas*

*det i regel som normalfallet för ränteinstrument. Detta brukar kallas att obligationer har löptidspremier. Lutningen på avkastningskurvan styrs delvis av vilken ränteutveckling aktörerna på marknaden förväntar sig i framtiden. Lutningen speglar också den kompensation som en investerare kräver för att placera kapital över längre löptider. Placeringar med kortare löptid innebär mindre ränterisk.”<sup>5</sup> (vår understrykning)*

- 41 Oaktat de olika benämningarna är det skillnaden mellan riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid som är den relevanta utgångspunkten för bedömningen av löptidspremier (eller löptidsdifferensen enligt Ei:s benämning) för att skatta den riskfria räntan i regleringen. Det är också denna skillnad som såväl PWC som Navigant har analyserat i sina utlåtanden. Syftet med att beräkna ränteskillnaden mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid är att försöka återspegla vad en prognos för en riskfri ränta med 30 års löptid hade gett för resultat. På samma sätt som prognosen av den 10-åriga riskfria räntan inkluderar både en förväntan om framtida kort ränta och en löptidspremie behöver även bedömningen av den 30-åriga riskfria räntan omfatta båda komponenterna för att korrekt spegla en rimlig räntenivå med 30 års löptid (se även PWC:s kompletterande utlåtande, bilaga 3, s. 3).
- 42 I sammanhanget kan dock noteras att större delen av differensen mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid sannolikt utgörs av just ”löptidspremier” enligt Ei:s definition eftersom förväntan om framtida kort ränta får antas stabiliseras över tid mot ett normalläge och inte varierar väsentligt på 10 års sikt och 30 års sikt (se PWC:s kompletterande utlåtande, s. 4). Att det förhåller sig på det sättet ger även Riksgäldens PM (bilaga 6 till Ei:s yttrande) en tydlig indikation om. Av Riksgäldens PM framgår att det endast är avseende den första metoden, som analyserar löptidspremier på en 5-årig löptid, som det påstås att det inte finns någon löptidspremie. Avseende de andra två metoderna, som analyserar löptidspremier på en 10-årig löptid, framgår däremot att det finns en löptidspremie. Det saknas därför anledning att göra en tydlig distinktion mellan löptidspremie och löptidsdifferens när det handlar om att analysera skillnaden mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid. Vattenfall väljer därför fortsatt att benämna det premiepåslag till prognosen på den riskfria räntan med 10 års löptid, för att bättre matcha investeringarnas livslängd, för löptidspremie.
- 43 Att en löptidspremie existerar och att den vanligen är positiv är vedertaget. Det är märkligt att Ei ifrågasätter detta, när alla experter är överens.
- 44 KI anger t.ex. i sin utredning från 2012 att den långa realräntan är högre än den korta realräntan och att skillnaden, dvs. den så kallade löptidspremier, normalt stiger med löptiden men i avtagande takt.<sup>6</sup> Vidare anger Riksbanken i citatet ovan (se punkt 40) att räntorna i regel stiger med löptiden, vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även Ei:s egen expert, EY, har såväl tidigare som i sitt senaste utlåtande uttalat att räntan vanligen är högre för längre löptider än för kortare.<sup>7</sup>
- 45 Ei anger i yttrandet att de inte själva har utrett frågan om förekomsten av och storleken på en eventuell löptidspremie, utan hänvisar endast till Riksgäldens PM. Riksgälden säger dock inte att det inte skulle finnas någon löptidspremie. Tvärtom baseras hela Riksgäldens analys och de teorier som Riksgälden hänvisar till på uppfattningen att det finns en löptidspremie. Riksgälden anger bland annat att det historiskt har varit billigare för staten att låna i

<sup>5</sup> [http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2016/rap\\_finansm\\_160831\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf)

<sup>6</sup> KI:s yttrande den 16 maj 2012, ingiven som bilaga 36 till Vattenfalls yttrande av den 15 december 2015, s. 1.

<sup>7</sup> Se EY:s utlåtande den 25 augusti 2016, bilaga 4 till Ei:s senaste yttrande, s. 2. Se även EY:s utlåtande den 2 september 2014, s. 12, samt den 26 mars 2014, s. 13, ingivna som bilaga 19 respektive 29 till Vattenfalls yttrande av den 15 december 2015.

instrument med kort löptid än med lång och att det beror på förekomsten av en löptidspremie (se Riksgäldens PM, s. 1).

- 46 Riksgälden har analyserat aktuella nivåer på löptidspremien mellan korta räntor och räntor med fem respektive tio års löptid och har då gjort bedömningen att löptidspremien i det här onormala ränteläget är omkring noll. Baserat på den här analysen har regeringen gjort en marginell justering av sin upplåning på räntor på upp till 12 års löptid. För instrument med längre löptid görs däremot ingen förändring (se Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016, bilaga 7 till Ei:s yttrande, s. 4).
- 47 Riksgälden har alltså inte analyserat den fråga som målet rör, dvs. löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga räntor. Det har däremot PWC och Navigant analyserat, och i enlighet med vad som framgår av PWC:s kompletterande utlåtande (se s. 4) kan antas att förväntningsvärden har mindre påverkan på löptidspremien mellan 10 och 30 år (se även punkt 41-42 ovan).
- 48 Riksgäldens analys ger dock stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Som PWC anger i sitt kompletterande utlåtande (s. 4-5) framgår det av de två räntemetoder som Riksgälden använt att löptidspremien varit positiv under den historiska period, 1995-2015, som lagts till grund för analysen. I båda dessa metoder visar resultatet dessutom tydligt på att det i ett normalläge finns en löptidspremie som är väsentligen över noll, varav den ena visar på en genomsnittlig löptidsdifferens på 0,79 % och den andra i genomsnitt över den analyserade perioden uppskattningsvis ligger på 1-2 %.
- 49 Sammanfattningsvis visar all utredning att det finns en löptidspremie. Även den enda utredning som Ei hänvisat till, Riksgäldens PM, ger stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Vad gäller nivån på löptidspremien har Vattenfall åberopat omfattande utredning från välrenommerad ekonomisk expertis som ger ett starkt och entydigt stöd för slutsatsen att löptidspremien, utifrån ett rimligt försiktigt intervall, uppgår till 0,3-0,6 %.
- 6 *Ei:s avsnitt 2.4.2 – ”Fler skäl som talar mot att beakta en eventuell löptidspremie”*
- 50 Ei anger att de utlåtanden som elnätsföretagen gett in visar på de stora svårigheterna med att fastställa en löptidspremie och att metoden varken är tydlig eller repetitiv och hänvisar här bland annat till att företagen har uppgett ett intervall.
- 51 Vattenfall har svårt att se att uppskattningen av löptidspremien skulle vara svårare att uppskatta än andra parametrar. Utlåtandena från PWC och Navigant är tydliga och samstämmiga. Båda ger stöd för att det är en vanlig och ekonomiskt vedertagen metod att analysera skillnaden mellan korta och långa räntor för att kompensera för att en ränta med kortare löptid används som underliggande tillgång vid bedömning av den riskfria räntan. Utlåtandena ger vidare stöd för att den 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvid och därmed lämplig att använda som underlag. Även vad gäller nivån på löptidspremien ger utlåtandena ett enhetligt stöd. Enligt PWC:s analys uppgår löptidspremien mellan 10- och 30-åriga statsobligationer till som lägst 0,6 %. Enligt Navigants rapport uppgår löptidspremien till 0,5-0,9 %.
- 52 Vidare förstår inte Vattenfall Ei:s kritik mot att det angivits ett intervall för löptidspremien. Flera av de experter som parterna anlitat för beräkningar av WACC:en har angivit intervall för olika parametrar. Även KI valde ett intervall, 0,2 % - 0,4 %, för löptidspremien i sin utredning från maj 2012. Motivet för att välja ett intervall är oftast försiktighet. Vattenfalls motiv för valt intervall, 0,3 % - 0,6 %, är också försiktighet.



- 53 Ei ifrågasätter om det kan bli aktuellt med en löptidspremie om KI:s nioåriga prognos används för att skatta den riskfria räntan eftersom det innebär att den riskfria räntan i regleringen alltid kommer att röra sig mot jämviktsläget. Ei tycks mena att om jämviktsläget råder så har alla räntor, oavsett löptid samma räntenivå. Det stämmer inte. Det finns ingenting som tyder på att löptidspremien skulle vara noll i jämvikt. Tvärtom ger bland annat det underlag som Ei själva hänvisar till, Riksgäldens PM, stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge (se ovan punkt 48-49).
- 54 Ei tycks alltså ifrågasätta likviditeten hos den svenska 30-åriga statsobligationen och anger att endast den omständigheten att Finansinspektionen har uttalat att obligationen är likvid i ett sammanhang inte innebär att den är lämplig att använda i andra sammanhang. Ei anger att det finns uppenbara svårigheter att använda en obligation som ”i vart fall periodvis” har bristande likviditet.
- 55 Ei:s påstående att den 30-åriga statsobligationen skulle ha bristande likviditet är felaktigt. Det finns inget stöd för detta påstående. Tvärtom har, förutom Finansinspektionen, såväl PWC som Navigant i sina analyser av likviditeten funnit att den är tillräckligt likvid.
- 56 Även Ei:s egen expert, EY, har uttalat att den 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvid. I en rapport daterad 26 mars 2014 avseende elnätsföretagens kalkylränta för tillsynsperioden 2012-2015 (ingiven som bilaga 29 till Vattenfalls yttrande av den 15 december 2015) konstaterar EY att den 30-åriga statsobligationen sedan slutet av 2011 har handlats i tillräckliga volymer för att räntan ska kunna anses tillförlitlig.
- 57 Ei framhåller även att det endast finns en 30-årig statsobligation utgiven i Sverige som löper ut 2039 och hävdar att dessa förhållanden i sig innebär att obligationen är olämplig att använda.
- 58 Som redogjorts för i yttrandet av den 31 maj 2016 efterfrågas statspapper vanligtvis på grund av sin låga kreditrisk och goda likviditet. Statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste upplåningskälla. Riksgäldens policy är att prioritera upplåningen i statsobligationer för att upprätthålla en likvid marknad. De ligger i Riksgäldens intresse att se till att alla obligationslån på kronmarknaden, oberoende av löptid, är stora nog för att handeln i obligationerna ska fungera bra. Upplåningen i statsobligationer koncentreras vanligtvis till ett fåtal lån för att se till att den utestående volymen i dessa obligationer blir tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet. Det finns idag fyra 10-åriga statsobligationer, en 20-årig statsobligation och en 30-årig statsobligation utgivna i Sverige. Vattenfall anser dock inte att antalet obligationer med en viss löptid är relevant. Det som är relevant är om obligationen/obligationerna med aktuell löptid är likvid/likvida.

## C. Marknadsriskpremien

- 59 Ei vidhåller att det finns ett ”direkt samband” mellan den riskfria räntan och marknadsriskpremien som måste beaktas.
- 60 Ei:s uppfattning är egendomlig eftersom Ei, i de överklagade besluten, valt att bestämma den riskfria räntan baserat på en framtida prognos om fyra år (2016-2019) medan marknadsriskpremien baseras på ett historiskt genomsnitt för tre år (2012-2014). Ei själva beaktar med andra ord inte detta påstådda direkta samband och frångår även sin egen experts, EY, tillvägagångssätt att estimerar en rimlig marknadsriskpremie för tillsynsperioden givet prognosen för den riskfria räntan.

- 61 Ei:s påstående att en ändring av endast den riskfria räntan ”med nödvändighet” medför att även marknadsriskpremien ska ändras är dessutom felaktigt. Detta har utvecklats i Vattenfalls förra yttrande (se punkt 120-132).
- 62 Ei anger att det främsta problemet med att använda ett genomsnitt av uppskattad marknadsriskpremie för en nioårsperiod är att ingen kan veta vad marknadsriskpremien kommer att vara under denna nioårsperiod.
- 63 Det är riktigt att man inte kan veta vad marknadsriskpremien kommer att vara under denna nioårsperiod, men det gäller ju alla prognoser. Det är utifrån ett framåtblickande perspektiv alla investeringar sker och osäkerheterna i prognoserna kan i stor utsträckning avhjälpas genom att man låter prognoserna gå mot ett jämviktsläge.
- 64 Som vi förstår det är det också vad EY gör när de prognostiserar marknadsriskpremien. De utgår från nuvarande marknadsränta och går mot ett jämviktsläge på samma sätt som KI gör i sina nioåriga prognoser. Den metoden är naturligtvis repetitiv.
- 65 Ei anger vidare att det inte framgår hur elnätsföretagen gjort uppskattningen för respektive år. Vattenfall anser att det i Vattenfalls förra yttrande tydligt framgår hur Vattenfall gjort uppskattningen av marknadsriskpremien för respektive år under den nioåriga prognosperioden. Skattningen är kommenterad och redovisad i en särskild tabell (se punkt 130 i Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016).
- 66 Om förvaltningsrätten ändå skulle finna att den av Vattenfall föreslagna metoden för bedömning av marknadsriskpremien inte skulle vara lämplig bör marknadsriskpremien i vart fall fastställas till 5 %. Som Vattenfall framhöll i sitt förra yttrande har EY genom en ingående analys bedömt ett långsiktigt värde på marknadsriskpremien till 5,0 % (vilket också överensstämmer med det värde som förvaltningsrätten tillämpat i naturgasmålet). Eftersom marknadsriskpremien, liksom övriga parametrar i WACC-metoden, ska fastställas utifrån ett långsiktigt perspektiv saknas skäl att sänka marknadsriskpremien till en lägre nivå.

## D. Särskild riskpremie

### 1 Det saknas stöd för att ta bort den särskilda riskpremien

- 67 Ei:s beslut att ta bort den särskilda riskpremien saknar stöd i någon av Ei i målet presenterad utredning.
- 68 Samtliga experter, även Ei:s egna experter, har undantagslöst under såväl den föregående som nu aktuella tillsynsperioden tillämpat en särskild riskpremie.
- 69 Ei:s borttagande av den särskilda riskpremien står även i strid med många års konsekvent tillämpning. Som utvecklats i Vattenfalls tidigare inlagor har Ei sedan 2003 konsekvent tillämpat en särskild riskpremie.
- 70 Vidare står Ei:s borttagande av den särskilda riskpremien i strid med praxis. Avseende den föregående tillsynsperioden beslutade Ei att en särskild riskpremie om 0,5 % skulle tillämpas, medan Ei:s egna konsulter förordade en högre särskild riskpremie. Såväl förvaltningsrätten som kammarrätten kom sedan att ändra Ei:s beslut och fastställde den särskilda riskpremien till 1 %.

- 71 Förvaltningsrätten angav avseende detta bland annat följande i elnätsmålen för tillsynsperioden 2012-2015.
- ”Det har inte heller presenterats något i målet som visar att riskerna för nätföretagen i framtiden kan förväntas minska i förhållande till tidigare år eller för att det på annan grund förelegat skäl för en sådan stor sänkning av den särskilda riskpremien som skett.”<sup>8</sup>*
- 72 Kammarrätten fann att det med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer, var rimligt att använda en särskild riskpremie om 1 %.
- 73 Ei själva har även i samband med införandet av metodbytet från real annuitet (RA) till real linjär metod (RL) påtalat att metodbytet skulle beaktas vid fastställandet av den särskilda riskpremien.
- ”Metodbytet får vidare också anses ingå i den regulatoriska risk som avses täckas av risktillägg i kalkylräntan när företagens avkastning beräknas.”<sup>9</sup>*
- 74 Trots detta väljer nu Ei att ta bort den särskilda riskpremien. Något stöd för detta finns inte. Inte heller något av det som Ei tar upp i sitt senaste yttrande ger stöd för att ta bort den under lång tid tillämpade och i praxis fastlagda särskilda riskpremien, vilket kommenteras nedan.
- 2 Ei:s avsnitt 4.1 – ”Det är inte alltid motiverat med en särskild riskpremie”**
- 75 Ei anger att enligt CAPM kan de icke-systematiska riskerna diversifieras bort genom att investera i andra tillgångar och därmed sprida riskerna. Ei menar därför att om en särskild riskpremie ska utgå ska den avse icke-systematiska risker som inte kan diversifieras bort.
- 76 Ei:s resonemang är felaktigt. Det följer uttryckligen av 5 kap. 9 § ellagen att avkastningen ska beräknas på den regulatoriska kapitalbasen, dvs. med utgångspunkt i de tillgångar som elnätsföretaget använder för att bedriva elnätsverksamheten. Ei ska därför vid bedömningen av elnätsföretagets regulatoriska avkastning bortse från företagets eventuella diversifiering och investeringar i andra tillgångar för att sprida riskerna.
- 77 Ei gör återigen en jämförelse med hur PTS bedömt frågan om särskild riskpremie i regleringen av telekombranschen. Jämförelsen är irrelevant. Som framgått ovan är det olika syften som ligger bakom regleringarna och väsentliga skillnader mellan marknaderna. Huruvida PTS anser att det är motiverat med en särskild riskpremie eller inte för de företag som omfattas av PTS tillsyn säger därför ingenting om det är motiverat med en särskild riskpremie för elnätsföretagen.
- 3 Ei:s avsnitt 4.3 – ”Den regulatoriska risken motiverar inte en särskild riskpremie”**
- 78 Ei ifrågasätter Kenth Skogsviks utlåtande och vad som avses med ”*downside risk*”.
- 79 Vattenfall anser att Ei gör alltför långtgående tolkningar av Skogsviks utlåtande. Den formel som Skogsvik redovisar i sitt utlåtande visar förekomsten och betydelsen av regulatorisk risk. Den regulatoriska risken beaktas inte i CAPM. Orsaken till detta är den modellbegränsning som CAPM-sambandet har.
- 80 Som Skogsvik anger i sitt utlåtande (s. 5f) bygger CAPM-sambandet på starkt förenklade förutsättningar för hur kapitalplacering fattar beslut och hur kapitalmarknaden fungerar. Eftersom dessa förenklade förutsättningar i regel inte överensstämmer med verkligheten

<sup>8</sup> Förvaltningsrättens dom i mål nr 8015-11, s. 47.

<sup>9</sup> EIR 2014:09, s. 8. Se även Vattenfalls yttrande av den 31 maj 2016, punkt 168.

tillämpas ofta en särskild riskpremie. Den regulatoriska risken förutsätter således en särskild riskpremie för att inte elnätsföretagen ska bli underkompenserade.

- 81 Ei argumenterar för att det är osannolikt att regleringen skulle ändras i grunden på så sätt att elnätsföretagen inte längre tillförsäkras rimlig avkastning och anger att det därför inte är rimligt att anta att avkastningen kan bli för låg.
- 82 Vattenfall har i tidigare yttranden beskrivit hur elnätsföretagens villkor för att bedriva sin verksamhet upprepade gånger förändrats och hur Ei genom åren förändrat sitt synsätt på rimlig avkastning och fattat flera beslut som stått i strid med ellagen. Detta har inneburit flera domstolsprocesser som pågått under många år. Mot den bakgrunden är det uppenbart att den regulatoriska risken är påtaglig och att Ei:s påstående om att det skulle vara osannolikt att elnätsföretagen inte tillförsäkras rimlig avkastning är felaktigt.
- 83 Ei anger nu, tvärtemot tidigare egna uttalanden om att metodbytet skulle beaktas vid fastställandet av den särskilda riskpremien (se punkt 73 ovan), att det skulle vara direkt oskäligt att ge elnätsföretagen ett extra tillägg på avkastningen med hänvisning till de senaste ändringarna i regleringen. Ei återger ett citat från Ei:s utredning som låg till grund för ändringarna (se Ei:s yttrande, s. 13) men vidkänns tydligen inte längre ovan angivet citat (punkt 73) om risktillägg från samma utredning. Ei:s tidigare påtalande om att metodbytet skulle beaktas vid fastställande av den särskilda riskpremien kan inte tolkas på annat sätt än att Ei, åtminstone då, ansåg att metodbytet i sig motiverade ett risktillägg, en särskild riskpremie, i kalkylräntan. Mot bakgrund av detta ter det sig än mer märkligt att Ei istället valt att helt ta bort den särskilda riskpremien i fastställd kalkylränta för den nu aktuella tillsynsperioden.

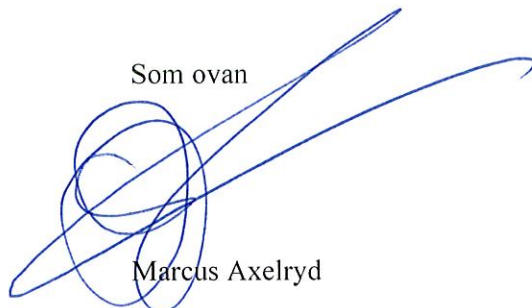
## E. Kreditriskpremien

- 84 Det noteras att Ei medgivit att kreditriskpremien ska justeras på det sätt som elnätsföretagen påtalat, dvs. att en höjning ska ske till 1,80 %.

## F. Omvandlingsränta

- 85 Det noteras vidare att Ei inte har några invändningar mot att omvandlingsräntan justeras vid en ändring av kalkylräntan.

Som ovan



Marcus Axelryd



Linda Landén