

Forrentning af indskudskapital 2003-2010 i EnergiGruppen Jylland Varme A/S

| | | |
|--------|---|----|
| 1 | Indledning..... | 2 |
| 2 | Afgørelse og tilkendegivelse..... | 5 |
| 3 | Sagsfremstilling..... | 6 |
| 3.1 | Sagens baggrund..... | 6 |
| 3.2 | EGJ Varmes anmodning om opgørelse af egenkapital og forrentning heraf..... | 7 |
| 3.3 | Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009..... | 8 |
| 3.4 | EGJ Varmes påklage af Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009..... | 10 |
| 3.5 | Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010..... | 12 |
| 3.6 | Temaet for Energitilsynets fornyede behandling..... | 16 |
| 4 | Lovgrundlag og praksis..... | 17 |
| 4.1 | Energitilsynets hjemmel til at godkende en rimelig forrentning..... | 17 |
| 4.2 | Begrebet "indskudskapital" efter varmforsyningsloven..... | 18 |
| 4.3 | Opgørelse af den initiale indskudskapital..... | 20 |
| 4.4 | Forrentningsgrundlaget..... | 22 |
| 4.5 | Forrentning af indskudskapital..... | 22 |
| 4.6 | Praksis om forrentning af indskudskapital efter varmforsyningsloven..... | 28 |
| 4.7 | Forrentning efter naturgasforsyningsloven..... | 29 |
| 5 | Energitilsynets begrundelse..... | 31 |
| 5.1 | Indskudskapital for EGJ Varme..... | 31 |
| 5.2 | "Rimelig forrentning" af indskudskapital..... | 33 |
| 5.3 | WACC-modellen som udgangspunkt for vurderingen af en "rimelig forrentning"..... | 35 |
| 5.4.1. | Risikofri rente (r_f)..... | 41 |
| 5.4.2. | Markedsrisikopræmie ($r_m - r_f$)..... | 48 |
| 5.4.3. | Gældsrisikopræmie (r_s)..... | 50 |
| 5.4.4. | Beta (β_e)..... | 51 |
| 5.5 | Tvangsbinding af kapital..... | 56 |
| 5.6. | Korrektion for skattepligt..... | 58 |
| 5.7. | Beregning af afkast efter WACC-modellen..... | 61 |
| 5.8. | Samlet skøn over en rimelig forrentning..... | 65 |
| 5.9. | Prisvirkninger..... | 68 |
| 6 | Høring af EGJ Varme..... | 70 |
| 7 | Afgørelse og tilkendegivelse..... | 76 |

Sekretariatet for Energi- tilsynet

Carl Jacobsens Vej 35
2500 Valby

Tlf. 41 71 54 00
Mail post@energitilsynet.dk
Web www.energitilsynet.dk

1 Indledning

1. Denne sag forelægges for Energitilsynet med henblik på, at tilsynet træffer afgørelse om forrentning af indskudskapital for EnergiGruppen Jylland Varme A/S (herefter EGJ Varme) for 2003-2010.

2. Energiklagenævnet ophævede og hjemviste den 9. november 2010 Energitilsynets tidligere afgørelse af 30. november 2009 om forrentning af indskudskapital for 2003-2009, idet nævnet fandt, at tilsynet ikke - i forhold til spørgsmålet om selve forretningen af indskudskapitalen i EnergiGruppen Jylland Varme A/S - havde udøvet et tilstrækkeligt konkret skøn.

3. Det er i varmforsyningsloven og den tilhørende afskrivningsbekendtgørelse fastlagt, at Energitilsynet kan tiltræde, at der i priserne indregnes en "rimelig forrentning" af indskudskapital (forrentningsgrundlaget). Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven er et regulatorisk begreb, dvs. et af lovgiver defineret element i reguleringen af varmforsyningen, der i denne sammenhæng er valgt som det beregningsmæssige udgangspunkt for fastsættelsen af en rimelig forrentning.

4. EGJ Varme har valgt at opgøre sin indskudskapital på baggrund af det såkaldte administrationsgrundlag fra 2008 med tilhørende komponentliste, der bygger på genanskaffelsespriser for en række fjernvarmekomponenter. Energitilsynet tiltrådte allerede i sin afgørelse af 30. november 2009 den af EGJ Varme opgjorte indskudskapital på kr. 607.359.000.

5. Temaet for nærværende afgørelse er derfor konkret at skønne over størrelsen af selve den forrentning af den opgjorte indskudskapital for 2003-2010, der kan indregnes i priserne.

6. Som fastslået af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010 er der, ved vurderingen af om en given forrentning af indskudskapitalen kan anses for rimelig, overladt et betydeligt skøn til Energitilsynet.

7. Energitilsynets sekretariat (herefter Sekretariatet) forstår i øvrigt Energiklagenævnets afgørelse således, at nævnet præciserer, at det - i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige principper - er Energitilsynet, der skønner, hvilken forrentning af indskudskapital, der i det enkelte tilfælde kan tillades som rimelig (nødvendig) eller må afvises som - i nævnets terminologi - urimelig. Sekretariatets skøn skal dog være i overensstemmelse med de almindelig forvaltningsretlige grundsætninger, herunder grundsætningen om, at det er Energitilsynet, der som forvaltningsmyndighed har ansvaret for at oplyse sagen.

8. Som videre fastslået af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010 kan der, ved vurderingen af om en given forrentning kan anses for rimelig, tages afsæt i den af Energitilsynet tidligere anvendte WACC-model, der indeholder en række parametre.

9. I WACC-modellen skal fastsættes en gearing (forholdet mellem egen- og fremmedkapital), og Sekretariatet skønner i den forbindelse, at en gearing på omkring 30 pct. egenkapital og 70 pct. fremmedkapital er rimelig.

10. Til gengæld finder Sekretariatet, at den af EGJ Varme ønskede gearing på enten 100 pct. egenkapital eller subsidiært 60 pct. egenkapital og 40 pct. fremmedkapital er urimelig. Dette skyldes, at varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme, har en meget beskeden risiko, og en konkurrenceudsat virksomhed med en meget lille risiko, vil oftest kunne fremmedfinansiere en meget stor del af sit samlede kapitalbehov. Sekretariatet har desuden inddraget den gearing, andre prisregulerende myndigheder har anvendt i forhold til andre virksomheder med lav risiko, med særligt vægt på andre danske myndigheder.

11. Den risikofri rente ved beregning af egenkapitalforrentningen i WACC-modellen skønner Sekretariatet bør fastsættes med udgangspunkt i renten på 2-årige statsobligationer. I afgørelsen af 30. november 2009 blev CIBOR12-renten anvendt, men det vurderes, at CIBOR12-renten ikke siden 2007 har været en god approksimation for den risikofri rente, da finanskrisen har medført, at CIBOR-renten (dvs. renten på lån uden sikkerhedsstillelse mellem banker) blev øget i forhold til renten på mere sikre lån, p.g.a. øget modparts- og likviditetsrisiko.

12. Sekretariatet skønner, at den risikofri rente ved beregning af fremmedkapitalforrentningen ligesom i afgørelsen af 30. november 2009 kan fastsættes med udgangspunkt i et indeks af statsobligationer med 2-3 års varighed.

13. Sekretariatet finder det urimeligt, at anvende den af EGJ Varme ønskede rente på en 10-årig statsobligation som approksimation for den risikofri rente, idet de lange renter er tillagt en risikopræmie, som bl.a. dækker den større usikkerhed, der er forbundet med vurderingen af inflationsforventninger. Denne risiko har EGJ Varme ikke i lige så høj grad, da der netop sker årlig regulering.

14. Som anført af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010, er parameterværdien beta udtryk for virksomhedens risikoprofil, som ikke kan fastsættes eksakt. Sekretariatet har skønnet, at betaværdien (ugearet) for EGJ Varme må ligge et sted i intervallet 0,20 til 0,30, idet der i skønnet er inddraget observationer vedrørende 4 primært sammenlignelige selskaber.

15. Sekretariatet finder således, at en betaværdi (ugearet) på mere end 0,30, og herved også den af EGJ Varme ønskede betaværdi på 0,40, under alle omstændigheder er urimelig. Baggrunden herfor er, at der, som nævnt, er en meget beskeden risiko ved driften af EGJ Varme, som har monopol, og denne risiko findes også mindre end hos de danske naturgasdistributionsselskaber, for hvilke Energitilsynets afgørelse om indtægtsrammer opererer med en betaværdi på 0,40.

16. Parameterværdien for markedsrisikopræmien i WACC-modellen kan efter Sekretariatets opfattelse fortsat fastsættes til 4,5 pct., idet den langsigtede markedsrisikopræmie ikke vurderes at have ændret sig væsentligt siden afgørelsen fra 2009.

17. Som gældsrisikopræmie i WACC-modellen er ligesom i afgørelsen fra 2009 anvendt spreadet mellem et indeks af virksomhedsobligationer udarbejdet af J.P. Morgan af A-rated forsyningselskaber med 1-3 års løbetid og et indeks af statsobligationer med 2-3 års varighed.

18. Med afsæt i WACC-modellen og dens parameterværdier er det Sekretariatets skøn, at en forrentning af indskudskapital for EGJ Varme for perioden 2003-2010 årligt må ligge et sted indenfor følgende intervaller:

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intervaller i mio. kr. | 35-40 | 35-40 | 30-35 | 25-30 | 25-30 | 30-35 | 40-45 | 45-50 |

19. Som anført af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010, kan WACC-modelberegningerne imidlertid ikke erstatte det konkrete skøn, som Energitilsynet pligtmæssigt skal udøve. Modelberegningerne kan derfor alene udgøre et element.

20. Når Sekretariatet med afsæt i WACC-modellen herefter skønner over den samlede størrelse af en rimelig forrentning af indskudskapital, indgår overordnet en afvejning af på den ene side hensynet til virksomhedens mulighed for at oppebære en rimelig forrentning af den indskudte kapital, og på den anden side hensynet til at beskytte varmeforsyningskunder mod højere omkostninger til forrentning, end hvad der kan betragtes som nødvendigt.

21. Det er Sekretariatets samlede skøn, at et beløb på kr. 282.000.000 udgør en rimelig forrentning af EGJ Varmes indskudskapital for perioden 2003-2010.

22. I dette skøn har Sekretariatet i overensstemmelse med Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010 inddraget hensynet til tvangsbinding af kapital for EGJ Varme, men Sekretariatet har ikke fundet, at dette hensyn kunne føre til en forhøjelse af forrentningen.

23. Dette skyldes, at EGJ Varmes indskudskapital ikke er udtryk for kapital, der reelt er skudt ind i selskabet, men er udtryk for opskrivninger som følge af, at EGJ Varme valgte at opgøre sin indskudskapital efter administrationsgrundlaget. Opskrivninger kan ikke anvendes til udlodninger, da de anses som bundne reserver, og der er derfor ikke grundlag for at forhøje forrentningen som følge af illikviditet.

24. Sekretariatet har i skønnet valgt ikke at inddrage hensynet til skattepligt. Dels er der stor usikkerhed om, hvorvidt skattebetalinger, herunder størrelsen af disse, vil blive aktuelle, dels vil faktisk betalte beløb som udgangspunkt være nødvendige omkostninger, der kan indregnes i selskabets priser efter varmeforsyningslovens "hvile-i-sig-selv" princip.

25. Endelig har Sekretariatet vurderet, om et forrentningsbeløb på kr. 282.000.000 vil medføre urimelige varmepriser. Dette er dog ikke fundet at være tilfældet.

26. Hvis EGJ Varme ønsker at udnytte muligheden for at indregne beløbet i priserne, skal indregning indledes senest 1. januar 2013, og selskabet skal udarbejde en plan for indregning af beløbet i priserne i de kommende år. Kompensation for eventuelle faktiske skattebetalinger skal som udgangspunkt ske ved indregning i virksomhedens priser efter varmeforsyningslovens "hvile-i-sig-selv" princip.

2 Afgørelse og tilkendegivelse

27. Energitilsynet træffer afgørelse om følgende:

- At Energitilsynet tiltræder, at EGJ Varme i priserne kan indregne forrentning af indskudskapital for årene 2003 til 2010 på i alt kr. 282.000.000, jf. § 20, stk. 2, i varmemforsyningsloven, og jf. § 6 i afskrivningsbekendtgørelsen på følgende vilkår:
 - Hvis selskabet ønsker at udnytte muligheden for at indregne forrentningen i priserne, skal indregning i priserne indledes senest 1. januar 2013, og
 - selskabet skal udarbejde en plan for indregning i priserne i de kommende år af den af Energitilsynet tiltrådte forrentning af indskudskapital for årene 2003 til 2010.
- At kompensation for eventuelle faktiske skattebetalinger som udgangspunkt skal ske ved indregning i virksomhedens priser, jf. § 20, stk. 1, i varmemforsyningsloven, og derfor ikke indgår i grundlaget beregning af en rimelig forrentning efter § 20, stk. 2.

28. Energitilsynet tilkendegiver følgende:

- At indregning af forrentningen af indskudskapital for EGJ Varme i årene 2003 til 2010 på i alt kr. 282.000.000 over en periode ikke vil medføre urimelige priser, jf. varmemforsyningslovens § 21, stk. 4.

29. Samtidig bemyndiger Energitilsynet Sekretariatet til at forhandle med EGJ Varme om planen og til at tiltræde den.

3 Sagsfremstilling

3.1 Sagens baggrund

30. Sagen startede principielt i 2003, hvor EGJ Varme ved brev af 28. marts 2003¹ anmodede om Energitilsynets godkendelse af den fri egenkapital pr. 1. marts 2000 på baggrund af en opgørelse af den fri egenkapital pr. 1. januar 1981. Sagen blev rejst i forlængelse af en række tilsvarende sager på elforsyningsområdet, som blev afsluttet ved indgåelsen af politisk forlig den 29. marts 2004.

31. Sagen har haft et længere forløb, hvilket skyldes to forhold. *For det første* har sagen afventet en juridisk og politisk stillingtagen til tilsvarende spørgsmål på elområdet og efterfølgende en tilsvarende juridisk afklaring af opgørelsesmetoden på varmeområdet. *For det andet* har sagen forudsat en teknisk og økonomisk opgørelsesmetode af varmforsyningsens værdi pr. 1. marts 1981, som er udarbejdet på baggrund af sagkyndig bistand og i dialog med branchens parter.

32. EGJ Varmes beregning i 2003 af egenkapitalen pr. den 1. marts 1981 blev foretaget med udgangspunkt i nedskrevne genanskaffelsesværdier. Ved beregningen blev anskaffelsesværdierne tillagt beregnede prisstigninger på det enkelte aktiv fra anskaffelsestidspunktet og indtil 1. januar 1981.

33. Den 29. marts 2004 udmeldte Energitilsynet, at selskaber, hvis prissætning har været reguleret under varmforsyningsloven, ikke frit kunne råde over den fulde egenkapital, der var opbygget efter lovens vedtagelse 1. marts 1981. Udmeldingen skete på baggrund af en vurdering fra Kammeradvokaten, som kom i februar 2004.

34. Efter Energitilsynets udmelding i 2004 kunne følgende henregnes til den fri egenkapital: 1) Egenkapital opsamlet *før* prisreguleringens ikrafttræden, herunder også kapital opsamlet over priserne før dette tidspunkt, 2) Indskud/forhøjelser af selskabskapitalen *efter* prisreguleringens ikrafttræden og 3) forrentning af indskudskapital, som stadig var indestående i selskabet og under forudsætning af, at forrentningen er lovligt opnået ved Gas- og Varmeprisudvalgets/Energitilsynets tiltræden.

35. Kammeradvokaten fremkom den 21. september 2006 med et notat, hvori det udtaltes, at en forudsætning for, at ejerne kunne disponere over den frie egenkapital opgjort pr. 1. marts 1981 ville være, at der i virksomheden var bevaret en egenkapital af denne størrelse, og at den således ikke var formindsket ved tab eller udlodning til ejerne².

36. Derudover var det samtidig Kammeradvokatens vurdering, at de værdiansættelsesprincipper, der var anerkendt på elforsyningsområdet, også med fordel kunne anvendes på varmforsyningsområdet. På elområdet har nedskrevne genanskaffelsesværdier med korrektion for den teknologiske udvikling været anerkendt som værdiansættelsesprincip, idet dette princip ville indebære den mindste risiko for til-

¹ Brevet findes i bilag 1.

² Kammeradvokatens notat af 21. september 2006 findes i bilag 2.

sidesættelse efter grundlovens § 73 om ejendomsrettens ukrænkelighed og om ekspropriation.

37. EGJ Varme uddybede i brev af 12. oktober 2006 deres oprindelige anmodning med en anmodning om, at hele den til enhver tid værende egenkapital i selskabet var til fri disposition for selskabet og dets ejere, således at selskabet kunne udlodde selskabets midler og/eller udbetale dem som udbytte.

38. For at opnå et ensartet grundlag for værdiansættelse af forsyningsvirksomhederne, besluttede Energitilsynet den 30. oktober 2006 at udarbejde et generelt grundlag for opgørelse af den fri egenkapital. Dette skete også af hensyn til de øvrige virksomheder, som ønskede at opgøre deres kapital med henblik på en forrentning efter varmforsyningslovens regler. Det generelle grundlag bygger på anvendelsen af nedskrevne genanskaffelsesværdier med korrektion for den teknologiske udvikling og foreligger ved Energitilsynets ”Administrationsgrundlag for opgørelse af fjernvarmeaktiver pr. 1. marts 1981” af 29. april 2008³.

39. Energitilsynet besluttede samtidig, at begrebet ”fri egenkapital” og begrebet ”indskudskapital” i varmforsyningsloven kunne betragtes som sammenfaldende⁴.

40. Den 29. april 2008 tilkendegav Energitilsynet, at ”Administrationsgrundlag for opgørelse af fjernvarmeaktiver pr. 1. marts 1981” kunne anvendes ved opgørelsen af virksomhedernes kapital.

41. Varmeforsyninger, herunder EGJ Varme, kan herefter vælge at anvende administrationsgrundlaget til værdiansættelse af deres respektive fjernvarmeaktiver pr. 1. marts 1981, og lade disse beregninger indgå i fastsættelsen af fri egenkapital/indskudskapital.

3.2 EGJ Varmes anmodning om opgørelse af egenkapital og forrentning heraf

42. Advokatfirmaet Jonas Bruun (nu Bruun & Hjejle) anmodede den 8. september 2008 på vegne af EGJ Varme om Energitilsynets godkendelse af selskabets fri egenkapital, herunder forrentningen af denne.⁵

43. EGJ Varme fremkom i sin anmodning med en række påstande, hvoraf de relevante for denne afgørelse citeres:

44. Påstand 1:

”Principal: Hele EnergiGruppen Jyllands til enhver tid værende egenkapital er underlagt selskabets fri rådighed.

³ Administrationsgrundlaget findes i bilag 3.

⁴ Energitilsynets beslutning af 30. oktober 2006 om fri og bunden kapital efter varmforsyningsloven.

⁵ Bilag 4.

Subsidiært: EnergiGruppen Jyllands egenkapital pr. 1. marts 1981 er underlagt selskabets fri rådighed og udgør kr. 655.185.000."

45. Påstand 2:

"Principalt: EnergiGruppen Jylland er berettiget til at indregne en forrentning af den til enhver tid værende egenkapital i priserne, idet rentesatsen fastsættes til den lange byggerente + 1 %.

Subsidiært: EnergiGruppen Jylland er berettiget til at indregne en forrentning af egenkapitalen opgjort pr. 1. marts 1981 i priserne, idet rentesatsen fastsættes til den lange byggerente + 1 %."

46. Påstand 3:

"Principalt: EnergiGruppen Jylland er berettiget til at indregne en forrentning af egenkapitalen i priserne med virkning fra og med 2004.

Subsidiært: EnergiGruppen Jylland er berettiget til at indregne en forrentning af egenkapitalen i priserne fra og med året for selskabets foreløbige anmeldelse, dvs. fra 2006.

Mere subsidiært: EnergiGruppen Jylland er berettiget til at indregne en forrentning af egenkapitalen i priserne fra og med 2008."

47. Anmodningen blev uddybet i brev af 10. juli 2009⁶, hvori EGJ samtidig ændrede sin subsidiære påstand i påstand 1 til følgende:

"Subsidiært: EnergiGruppen Jyllands egenkapital pr. 1. marts 1981 er underlagt selskabets fri rådighed og udgør kr. 628.457.000, svarende til kr. 607.359.000 pr. 1. januar 2002 efter den foretagne udlodning på kr. 21.098.000 er fratrukket."

3.3 Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009

48. Til brug for Energitilsynets vurdering af EGJ Varmes forespørgsel om forrentning af fri egenkapital/indskudskapital anmodede tilsynet Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab, om at udarbejde en model til støtte for tilsynets fastsættelse af en rimelig forrentning.

49. Energitilsynet anmodede i den forbindelse Grant Thornton om, at modellen skulle tage højde for, at forrentning af indskudskapitalen kunne opgøres uafhængigt af den faktisk valgte kapitalstruktur.

50. Grant Thornton tog til brug for estimeringen af en rimelig forrentning udgangspunkt i en sædvanlig WACC-model, der udtrykker kapitalomkostningerne i

⁶ Bilag 7, side 9.

virksomheden bestående af omkostninger finansieret af virksomhedens egenkapital og omkostninger finansieret af fremmedkapital, dvs. gæld.

51. Herefter gennemgik Grant Thornton reguleringen af brancher med konkurrence-, risiko- og reguleringsforhold, der kunne sammenlignes med den kollektive varmforsyning i Danmark. Grant Thornton anbefalede på denne baggrund at anvende en model, hvor bl.a. den risikofri rente, markedsrisikopræmie, beta (risikotillæg), gældsrisikopræmie og gearing indgik som parametre.

52. Grant Thorntons konklusioner med hensyn til modellen og valg af parameter-værdier fremgår af rapport af 7. maj 2009 fra Grant Thornton, hvortil der henvises⁷.

53. Grant Thornton anbefalede for 2009 følgende estimering af parametre i WACC-modellen:

WACC for EnergiGruppen Jylland Varme A/S (2009)

| Parametre | Estimat |
|--|-------------|
| Gældsrisikopræmie | 0.72% |
| Skattesats | 0.0% |
| Risikofri rente (fremmedkapitalomkostninger) | 3.8% |
| Fremmedkapitalomkostninger | 4.5% |
| Risikofri rente (Egenkapitalomkostninger) | 4.6% |
| Markedsrisikotillæg | 4.5% |
| Gearet beta | 0.6 |
| Egenkapitalomkostninger | 7.3% |

54. Den 30. november 2009 traf Energitilsynet afgørelse om forrentning af indskudskapital - EnergiGruppen Jylland Varme A/S.

55. EGJ Varme havde opgjort sin indskudskapital i overensstemmelse med administrationsgrundlaget, og Energitilsynet tiltrådte, at EGJ Varme havde dokumenteret, at selskabets indskudskapital pr. 1. marts 1981 udgjorde kr. 628.457.00 opgjort som aktiverens værdi på kr. 649.218.000 fratrukket gælden på kr. 20.761.000 pr. 1. marts 1981.

56. Energitilsynet traf herefter følgende afgørelse:

At EGJ Varme ikke kan indregne forrentning af egenkapital i priserne på levering af varme, da bestemmelserne i § 20, stk. 1, i varmforsyningsloven og § 6 i afskrivningsbekendtgørelsen ikke giver mulighed for forrentning af egenkapital.

At Energitilsynet ikke kan tiltræde, at EGJ Varme fremover i priserne indregner forrentning af indskudskapital for årene 1981 til 2002,

⁷ Rapporten findes i bilag 6.

At Energitilsynet tiltræder, at EGJ Varme i priserne kan indregne forrentning af indskudskapital for årene 2003 til 2009 på i alt 222.122.945 kr., jf. § 20, stk. 2, i varmforsyningsloven, og jf. § 6 i afskrivningsbekendtgørelsen på følgende vilkår:

- *EnergiGruppen Jylland udarbejder en plan for hvilke beløb, der indregnes i priserne i de enkelte år, således at priserne i de enkelte år ikke bliver urimelige, jf. § 21, stk. 4, i varmforsyningsloven,*
- *Energitilsynets sekretariat kan tiltræde planen,*
- *Hvis selskabet ønsker at udnytte muligheden for at indregne forrentningen i priserne, skal indregning i priserne indledes senest 1. januar 2011 og*
- *Planen for indregning i priserne skal i øvrigt følges.*

57. Energitilsynet fremkom ligeledes med følgende tilkendegivelser:

At *Energitilsynet vil tage generelt stilling til, hvordan faktisk betaling af skat som følge af indregning af forrentning af indskudskapital skal behandles i overensstemmelse med varmforsyningsloven,*

At *EGJ Varme ikke kan indregne afskrivning på anlæg på grund af et opskrevet afskrivningsgrundlag,*

At *Energitilsynet ikke har hjemmel til at træffe afgørelse om, hvor stor en kapital en virksomhedsejer kan trække ud af et forsyningsselskab,*

At *Energitilsynet vil have grundlag for at gribe ind over for den prismæssige effekt, hvis en ejer trækker kapital ud af varmforsyningsselskabet med prismæssige konsekvenser, der er i strid med varmforsyningsloven,*

At *alene finansieringsudgifter til fremmedkapital er en indregningsberettiget omkostning, jf. § 20, stk. 1, i varmforsyningsloven, hvorimod afdrag på lån ikke er indregningsberettiget.*

3.4 EGJ Varmes påklage af Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009

58. Energitilsynets tilkendegivelser kan ikke indbringes til Energiklagenævnet.

59. Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 blev af advokatfirmaet Bruun & Hjejle på vegne af EGJ Varme den 22. december 2009 påklaget til Energiklagenævnet, for så vidt angik spørgsmålet om størrelsen af den forrentning af indskudskapital i 2003-2009, som tilsynet havde tilladt, at EGJ Varme kunne indregne i priserne.

60. EGJ Varme gjorde i den forbindelse særligt 6 forhold gældende:

- Energitilsynet har ved vurderingen af forrentning af indskudskapital anvendt en anden model end den, som tilsynet havde anvendt i tidligere sager om forrentning af indskudskapital. Dette betød ifølge EGJ Varme, at Energitilsynets afgørelse var udtryk for en væsentlig bebyrdende praksisændring med tilbagevirkende kraft.
- Den metode, som Energitilsynet har anvendt, er i strid med den forvaltningsretlige grundsætning om, at skønnet ikke må sættes under regel, og metoden er uegnet til at fastlægge grænsen mellem rimelig og urimelig forrentning.
- Grundlaget for Energitilsynets fastsættelse af procentsatser for egenkapital- og fremmedkapitalforrentning er fejlbehæftet og fører til urimeligt lave satser, der i væsentlig grad afviger fra en sædvanlig markeds-mæssig forrentning i virksomheder med en tilsvarende risikoprofil.
- Metodens forudsætning om en kapitalstruktur (gearing) på 30 pct. egenkapital og 70 pct. fremmedkapital uafhængigt af de konkrete forhold er udtryk for en soliditetskorrektur, der kræver hjemmel. Energitilsynet har ikke en sådan hjemmel.
- Energitilsynet har ved valg af de beregningsparametre, der indgår i WACC-modellen, i hvert tilfælde valgt værdier, som fører til den lavest mulige forrentning, og som er til ugunst for EGJ Varme. Dette indebærer, at det samlede afkastkrav bliver urimeligt lavt og væsentligt adskiller sig fra sædvanlige markedsforventninger og regulatorisk praksis.
- Energitilsynets vurdering af, om indregning af en rimelige forrentning fører til "urimelige priser", har ikke hjemmel i § 21, stk. 4.

61. EGJ påklagede ikke Energitilsynets afgørelse i relation til spørgsmålet om, hvorvidt der kunne ske indregning af forrentning af egenkapital i priserne, og spørgsmålet om, hvorvidt EGJ Varme fremover i priserne kunne indregne forrentning af indskudskapital for årene 1981 til 2002.

62. I forbindelse med Energiklagenævnets behandling af sagen fremkom Energitilsynet den 7. april 2010 med sine bemærkninger til EGJ Varmes klage, hvori tilsynet fastholdt sin afgørelse med den ændring, at forrentningen af indskudskapitalen blev forhøjet fra 222.122.945 mio. kr. til 228.315.002 mio. kr., idet Energitilsynet tog en af EGJ Varme påpeget regnefejl vedrørende den ugearede betaværdi til følge⁸.

⁸ Energitilsynets bemærkninger til EGJ Varmes klage af 7. april 2010 fremgår af bilag 10.

3.5 Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010

63. Energiklagenævnet ophævede og hjemviste den 9. november 2010 sagen til fornyet behandling i Energitilsynet, for så vidt angik tilsynets skøn over forrentningen af EGJ Varmes indskudskapital⁹.

64. Af Energiklagenævnets afgørelse fremgår bl.a. følgende:

"Praksisændring med tilbagevirkende kraft

...

Energiklagenævnet er enig med Energitilsynet i, at tilsynet ikke tidligere har taget stilling til spørgsmålet om opgørelse af indskudskapital på baggrund af nedskrevne genanskaffelsesværdier samt forrentningen heraf.

Energiklagenævnet finder på denne baggrund, at Energitilsynet ikke har en praksis på området, som er blevet ændret med tilbagevirkende kraft ved den påklagede afgørelse af 30. november 2009.

Energitilsynets model

Klima- og energiministeren kan i henhold til varmforsyningslovens § 20, stk. 2, fastsætte nærmere regler for indregning af forrentning af indskudskapital i et kollektivt varmforsyningsanlægs varmepris. Klima- og energiministeren har ved afskrivningsbekendtgørelsen benyttet denne bemyndigelse. Det følger således af afskrivningsbekendtgørelsens § 6, at Energitilsynet kan tillade, at der indregnes en rimelig forrentning af indskudskapitalen i varmeprisen. Energiklagenævnet finder, at bestemmelsen i afskrivningsbekendtgørelsens § 6, må forstås således, at Energitilsynet skal godkende en anmodning om forrentning af indskudskapital, medmindre Energitilsynet i den konkrete sag finder, at forrentningen er urimelig. Det er således Energitilsynet, som i den konkrete sag skal godtgøre, at en anmodning om en bestemt forrentning af indskudskapital er urimelig.

Det er hverken i varmforsyningslovens § 20, stk. 2, eller i forarbejderne til bestemmelsen samt i afskrivningsbekendtgørelsens § 6 nærmere defineret, hvorledes begrebet rimelig skal forstås, herunder hvilke hensyn der kan indgå i Energitilsynets vurdering af, om en given forrentning af indskudskapital kan anses for rimelig. Ved denne vurdering er der således overladt et betydeligt skøn til Energitilsynet.

Energitilsynet har ved administrationen af dette skøn valgt at få udarbejdet en model herfor hos Grant Thornton. Energitilsynets model er overordnet baseret på en WACC-model, hvori indgår en række parametre, herunder bl.a. betaværdi og risikofri rente for henholdsvis egen- og fremmedkapital. Modellen har til hensigt at fastsætte, hvad der må anses for en rimelig forrentning af indskudskapital i henhold til afskrivningsbekendtgørelsens § 6. Energitilsynet har på baggrund af modellen godkendt en forrentning af kla-

⁹ Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 (j.nr. 1021-10-3.1).

gers indskudskapital på 222.122.945 mio. kr. Indskudskapitalen er pr. 1. marts 1981 opgjort til 628.457.000 mio. kr. Klager er enig med Energitilsynet for så vidt angår indskudskapitalens størrelse.

Med hensyn til Energitilsynets model for fastsættelse af forrentning af indskudskapital finder klager, at modellen ikke er i overensstemmelse med varmforsyningsloven og afskrivningsbekendtgørelsen. Det er klagers opfattelse, at forrentningen af indskudskapitalen bør beregnes med en forrentnings-sats svarende til det årlige gennemsnit af den lange byggerente plus 1 procentpoint af den fulde, godkendte indskudskapital. Alternativt bør forrentningen beregnes på grundlag af den af Energitilsynet anvendte WACC-model, hvor de enkelte parametre, som indgår i modellen, reguleres. De parametre, som bør reguleres, er den anvendte betaværdi, den risikofri rente samt vægtingen af egen- og fremmedkapitalens forrentning (soliditetskorrektion). Energitilsynets model bør endvidere kompensere selskabet for tvangsbinding af kapital, ligesom den fastsatte forrentnings-sats bør korrigeres for skattepligt.

Energiklagenævnet forstår Energitilsynets afgørelse således, at Energitilsynet i forbindelse med vurderingen af, hvorvidt størrelsen af en forrentning, der anmodes indregnet i prisen, kan anses for rimelig, har lagt beregningsresultatet af WACC-modellen til grund. Energiklagenævnet finder, at Energitilsynets vurdering af, hvorvidt en anmodning om forrentning af indskudskapital kan anses for rimelig, som udgangspunkt kan tage afsæt i den af Energitilsynet anvendte WACC-model. Modelberegningerne kan således indgå som et element ved vurderingen af, om en anmodning om forrentning af indskudskapital er rimelig. Modelberegningerne kan dog ikke erstatte det konkrete skøn, som Energitilsynet pligtmæssigt skal udøve i henhold til afskrivningsbekendtgørelsens § 6. Energiklagenævnet finder under henvisning til det tidligere anførte vedrørende fortolkningen af afskrivningsbekendtgørelsens § 6, at Energitilsynet ikke ses at have foretaget et konkret skøn over, hvad der i forhold til klager må anses for en rimelig forrentning, herunder godtgjort, at den af klager anmodede forrentning er urimelig. Energiklagenævnet bemærker, at det forhold, at der i modellen indgår en række parametre, som Energitilsynet har skønnet vil være egnede til at fastsætte en rimelig forrentning ud fra en nærmere analyse og vurdering af branchen, ikke ændrer herved.

Energiklagenævnet finder på denne baggrund, at Energitilsynets anvendelse af modellen til at fastlægge, hvad der er en rimelig forrentning, ikke er i overensstemmelse med afskrivningsbekendtgørelsens § 6. Energitilsynet har således tilsidesat forpligtelsen om at foretage det pligtmæssige skøn, hvorefter den påklagede afgørelse af denne grund lider af en væsentlig mangel. Energiklagenævnet finder derfor, at Energitilsynets afgørelse er ugyldig.

Energiklagenævnet finder, at Energitilsynet som første instans bør foretage det ved afskrivningsbekendtgørelsens § 6 foreskrevne skøn. Energiklagenævnet finder det ikke hensigtsmæssigt eller formålstjenligt, at nævnet reparerer tilsynets afgørelse ved selv at udøve dette skøn, da klager bl.a. herved vil blive frataget muligheden for administrativ rekurs.

Energiklagenævnet ophæver og hjemviser herefter Energitilsynets afgørelse til fornyet behandling."

65. I forbindelse med Energiklagenævnets hjemvisning af sagen, fremkom nævnet med en række retningslinjer, som Energitilsynet skulle iagttage under tilsynets fornyede behandling:

"Betaværdi:

Betaværdien er i Energitilsynets model fastsat til 0,18. Under sagens behandling ved Energiklagenævnet har det imidlertid vist sig, at betaværdien rettelig burde have været fastsat til 0,20. Det betyder en forhøjelse af klagers forrentning af indskudskapital på ca. 6 mio. kr. Det er klagers opfattelse, at betaværdien bør fastsættes til mindst 0,40. Såfremt der i beregningen anvendes en betaværdi på 0,40, vil det medføre, at forrentningsbeløbet øges med ca. 52 mio. kr. Energitilsynet har heroverfor anført, at en betaværdi på 0,20 er et passende udtryk for den markedsrisiko, der gør sig gældende for varmforsyningsvirksomheder.

Energiklagenævnet bemærker på denne baggrund, at den betaværdi, som anvendes i WACC-modellen, har stor betydning for beregningen af forrentningens størrelse. En relativt lille justering af betaværdien resulterer således i store ændringer i forrentningsbeløbets størrelse. Energiklagenævnet finder, at Energitilsynet i afgørelsen af 30. november 2009 ikke i tilstrækkelig grad har forholdt sig til det af klager anførte vedrørende betaværdien, herunder hvorvidt anvendelsen af en større betaværdi vil medføre, at forrentningen af indskudskapitalen ikke kan anses for rimelig. Energiklagenævnet har herved lagt vægt på, at betaværdien er et udtryk for virksomhedens risikoprofil, som ikke kan fastsættes eksakt, men som afhængig af sammenligningsgrundlaget kan variere og medføre store forskelle i forrentningsbeløbet. Alene Energitilsynets korrektion af betaværdien fra 0,18 til 0,20 medfører som anført, at forrentningsbeløbet øges med ca. 6 mio. kr. Der er uundgåeligt et vist skønsmæssigt element ved fastsættelsen af betaværdien. Det er efter Energiklagenævnets opfattelse en opgave for Energitilsynet at fastsætte en betaværdi, som giver klager en forrentning, som ikke kan anses for urimelig. Dette indebærer, at der ved den skønsmæssige fastlæggelse af betaværdien må argumenteres for, at en ændelse af en større betaværdi vil give en urimelig forrentning.

Den risikofri rente

Energitilsynet har i WACC-modellen anvendt den etårige CIBOR rente som parameter i beregningen af forrentningen af indskudskapitalen. Det er klagers opfattelse, at den lange byggerente plus 1 procentpoint bør anvendes. Energitilsynet har heroverfor anført, at den etårige CIBOR rente er passende, idet reguleringsperioden er et år.

Energiklagenævnet finder, at Energitilsynet i afgørelsen af 30. november 2009 ikke i tilstrækkelig grad har forholdt sig til det af klager anførte vedrørende den risikofri rente, herunder hvorvidt anvendelsen af den lange

byggerente plus 1 procentpoint vil medføre et forrentningsbeløb, som ikke kan anses for rimeligt. Energiklagenævnet har herved lagt vægt på, at det er Energitilsynet, der må godtgøre, at en foreslået rente ikke kan anses for rimelig.

Tvangsbinding af kapital

Energitilsynet har ved beregningen af klagers forrentning af indskudskapital ikke forhøjet beløbet under henvisning til, at klager ikke har mulighed for at udlodde kapital, idet kapitalen er bundet i selskabet. Klager er af den opfattelse, at forrentningssatserne bør forhøjes med 1,5 procentpoint som compensation for, at indskudskapitalen som følge af regulatoriske forhold er bundet i selskabet. Energitilsynet har heroverfor anført, at der ikke i henhold til lovgivningen består en ret til, at der til enhver tid skal findes (eller kan akkumuleres) likviditet, som kan udloddes til ejerne.

Energiklagenævnet finder, at Energitilsynets model ikke ses at forholde sig til tvangsbinding af kapital, som anført af klager. Energitilsynets model er baseret på en model, som ser på, hvad en rationel investor skal have i forrentning for at indskyde egenkapital. Energiklagenævnet bemærker hertil, at nævnet ikke kan udelukke, at en rationel investor i en sådan situation ville kræve et særskilt tillæg for illikviditet. Energiklagenævnet finder det på denne baggrund rimeligt, at Energitilsynet inddrager dette aspekt ved beregningen af forrentning af indskudskapital.

Soliditetskorrektur

Energitilsynets model forreter den del af indskudskapitalen som anses for egenkapital til den "høje rente", mens den del af indskudskapitalen, som anses for fremmedkapital, forrentes til "den lave rente". I henhold til Energitilsynets model udgør egenkapitalen 30 %, mens fremmedkapitalen udgør 70 % af indskudskapitalen (gearing). Det er klagers opfattelse, at den samlede indskudskapital bør forrentes med "den høje rente", idet hele klagers indskudskapital består af egenkapital. Energitilsynet har heroverfor anført, at vægtningen af henholdsvis egen- og fremmedkapital er fastsat i overensstemmelse med, hvorledes forholdene ville være i en konkurrenceudsat virksomhed, og ikke nødvendigvis er et udtryk for, hvorledes indskudskapitalen er sammensat i det enkelte selskab.

Energiklagenævnet finder, at der som udgangspunkt bør ske en differentiering af egen- og fremmedkapitalen i forhold til, hvorledes forrentningen skal ske. Energiklagenævnet finder endvidere, at egenkapital som udgangspunkt bør have en højere forrentning end fremmedkapital, idet risikoen ved at stille egenkapital til rådighed generelt er større. Energiklagenævnet kan tiltræde, at der ikke gives den fulde egenkapital denne ekstra risikopræmie, da en del af kapitalen reelt fungerer som lånekapital og ikke egenkapital. Energiklagenævnet finder dog, at Energitilsynet i afgørelsen af 30. november 2009 burde have forholdt sig til, hvorfor det ikke er rimeligt at tilskrive mere end 30 pct. af egenkapitalen den fulde forrentning.

For så vidt angår spørgsmålet om korrektion for skattepligt ses dette ikke at have været behandlet i Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009. Energiklagenævnet bemærker hertil, at nævnet finder det rettest, at Energitilsynet ved sagens fornyede behandling tager stilling til dette som 1. instans.

For så vidt angår spørgsmålet om en plan for afvikling af prisstigninger foranlediget af den godkendte forrentning af egenkapitalen finder Energiklagenævnet som udgangspunkt, at der er tale om en omkostning, der kan indregnes i priserne.

Energiklagenævnet har ikke ved denne afgørelse taget stilling til, om en varmempris kan nedsættes i medfør af varmforsyningslovens § 21, stk. 4, fordi den er urimelig høj. Dette spørgsmål henhører under Energitilsynet som 1. instans."

3.6 Temaet for Energitilsynets fornyede behandling

66. På baggrund af Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 skal Energitilsynet foretage en fornyet behandling af EGJ Varmes forrentning af indskudskapital under iagttagelse af de af nævnet udstukne retningslinjer.

67. Temaet for denne sag er derfor at godkende en rimelig forrentning af indskudskapital for årene 2003-2010 til indregning i priserne.

68. EGJ Varme har ved brev af 17. marts 2011 justeret virksomhedens anmodning om tilladelse til indregning af forrentning af indskudskapital i priserne for årene 2003-2010¹⁰.

69. Til brevet af 17. marts 2011 var vedlagt to nye notater om forrentning, kopi af fire af virksomhedens indlæg for Energiklagenævnet, samt endelig et uddrag af et fagligt notat udarbejdet af FSR. De vedlagte to nye notater var på foranledning af EGJ Varme udarbejdet af PricewaterhouseCoopers (herefter PWC) den 15. marts 2011 og omhandlede PWC's bemærkninger til, hvordan en rimelig forrentning efter WACC-modellen skulle fastsættes¹¹.

70. EGJ Varme har i sit brev af 17. marts 2011 og med henvisning til PWC's notater anmodet om en samlet forrentning af sin indskudskapital for perioden 2003-2010 (før indregning af skat) på principalt kr. 440.904.688 og subsidiært kr. 463.746.815¹².

¹⁰ EGJ Varmes brev af 17. marts 2011 fremgår af bilag 13.

¹¹ PWC's notater af 15. marts 2011 er fremlagt som bilag 14.

¹² Forskellen på det principale og subsidiære forrentningsbeløb skyldes den kapitalstruktur (gearing), som EGJ Varme mener, at Energitilsynet skal lægge til grund. EGJ Varme har således om gearingen principalt anført, at den fulde indskudskapital, som følge af selskabets kapitalstruktur, bør forrentes som egenkapital. Subsidiært er det EGJ Varmes opfattelse, at en kapitalstruktur på 40 pct. fremmedkapital og 60 pct. egenkapital bør anvendes, hvilket efter WACC-modellen giver en højere forrentning af indskudskapitalen.

71. Videre gør EGJ Varme i brevet af 17. marts 2011 opmærksom på, at det er selskabets opfattelse, at der ved fastsættelsen af det beløb, som EGJ Varme skal indregne i sine priser for at kunne dække afkastkravet, ligeledes skal tages hensyn til selskabets skattepligt. Dette betyder, at forrentningsbeløb skal tillægges 25 pct., svarende selskabsskatten, således at Energitilsynet (efter indregning af skat) skal tillade en indregning i priserne for perioden 2003-2010 på principalt kr. 587.872.917 og subsidiært kr. 618.329.086.

72. Denne sag behandles på baggrund af virksomhedens justerede anmodning af 17. marts 2011 og bilagene hertil.

73. Det bemærkes, at Sekretariatet den 2. september 2010 godkendte EGJ Varmes forrentning for 2010. Det skete i overensstemmelse med den praksis, som Energitilsynet lagde ved godkendelsen for årene 2003-2009. I ansøgningen tog EGJ Varme forbehold for, om Energiklagenævnets afgørelse kunne give anledning til en genoptagelse. Det havde Sekretariatet forståelse for og anførte derfor i godkendelsen, at hvis Energiklagenævnets afgørelse underkendte Energitilsynets godkendelse med hensyn til forhold, der havde betydning for godkendelsen for 2010, så ville Energitilsynet genoptage sagen om godkendelsen for 2010.

74. Da Energiklagenævnet nu ved afgørelsen af 9. november 2010 har ophævet godkendelsen vedrørende 2003-2009, bortfalder grundlaget også for godkendelse af forrentningen for 2010. Sekretariatet har derfor tilbagekaldt godkendelse af forrentning af indskudskapital for 2010.

4 Lovgrundlag og praksis

4.1 Energitilsynets hjemmel til at godkende en rimelig forrentning

75. Forrentning af indskudskapital er en indregningsberettiget omkostning. I modsætning til andre omkostninger kan den først indregnes i priserne efter Energitilsynets godkendelse, jf. varmforsyningsloven § 20, stk. 2.

76. Varmeforsyningslovens § 20, stk. 1 og 2 er sålydende¹³:

"§ 20. Inden for de i § 20 a nævnte indtægtsrammer kan kollektive varmforsyningsanlæg, industrivirksomheder, kraftvarmeværker med en eleffekt over 25 MW samt geotermiske anlæg mv. i priserne for levering til det indenlandske marked af opvarmet vand, damp eller gas bortset fra naturgas indregne nødvendige udgifter til energi, lønninger og andre driftsomkostninger, efterforskning, administration og salg, omkostninger som følge af pålagte offentlige forpligtelser, herunder omkostninger til energispareaktiviteter efter §§ 28 a, 28 b og 29, samt finansieringsudgifter ved fremmedkapital og underskud fra tidligere perioder opstået i forbindelse med etablering og væsentlig udbygning af forsyningssystemerne, jf. dog stk. 7-14, § 20 a, stk. 7, og § 20 b.

¹³ Lovbekendtgørelse nr. 1184 af 14. december 2011 om varmforsyning.

Stk.2. Klima-, energi- og bygningsministeren kan fastsætte regler om, at andre udgifter og omkostninger end de i stk. 1 nævnte, kan indregnes i priserne, jf. dog stk. 7. Klima-, energi- og bygningsministeren kan endvidere fastsætte regler om indregning i priserne af kompensation ved et projekt til ændring af områdeafgrænsningen og indregning af driftsmæssige afskrivninger, henlæggelser til nyinvesteringer og med Energitilsynets tiltræden, forrentning af indskudskapital."

77. Med hjemmel i stk. 2, 2. pkt., har ministeren udstedt en afskrivningsbekendtgørelse.¹⁴ Fra bekendtgørelsens § 6 citeres:

"§ 6. Gas- og varmeprisudvalget [i dag Energitilsynet] kan tillade, at der i priser for levering af opvarmet vand, damp eller gas indregnes en rimelig forrentning af indskudskapital."

78. Bestemmelserne indebærer, at en varmevirksomhed, der ønsker forrentning af indskudskapital indregnet i priserne, først skal opgøre indskudskapitalen. Energitilsynet skal herefter tage stilling til, om varmevirksomhedens opgørelse af indskudskapitalen (forrentningsgrundlaget) er retvisende.

79. Når indskudskapitalen er godkendt, skal Energitilsynet derefter vurdere, hvad der kan anses for rimelig forrentning af indskudskapitalen (forrentningsgrundlaget).

80. Varmeforsyningslovens § 21, stk. 4, er i øvrigt sålydende:

"Stk. 4. Finder Energitilsynet, at tariffer, omkostningsfordeling eller andre betingelser er urimelige eller i strid med bestemmelserne i §§ 20, 20 a eller 20 b eller regler udstedt i henhold til loven, giver tilsynet, såfremt forholdet ikke gennem forhandling kan bringes til ophør, pålæg om ændring af tariffer, omkostningsfordeling eller betingelser."

4.2 Begrebet "indskudskapital" efter varmforsyningsloven

81. Det fremgår af varmforsyningslovens § 20, stk. 2, og afskrivningsbekendtgørelsens § 6, at der i varmepriserne kan indregnes en rimelig forrentning af "indskudskapital".

82. Hverken varmforsyningsloven eller afskrivningsbekendtgørelsen indeholder en bestemmelse, der nærmere definerer begrebet "indskudskapital".

83. Forarbejderne til § 20, stk. 2, og den tilsvarende bestemmelse i den første varmforsyningslov fra 1979 giver heller ikke bidrag til en afklaring af begrebet.

¹⁴ Bekendtgørelse nr. 175 af 18. marts 1991 om driftsmæssige afskrivninger, henlæggelser til nyinvesteringer og forrentning af indskudskapital ifølge lov om varmforsyning (afskrivningsbekendtgørelsen).

84. Den første varmforsyningslov fra 1979¹⁵ indeholdt i § 27 en bestemmelse om, at forrentning af indskudskapitalen kunne indregnes i priserne efter regler fastsat af ministeren og efter Gas- og Varmeprisudvalgets tiltræden.

85. Bestemmelsen blev videreført i den nye varmforsyningslov fra 1990¹⁶ i § 20, stk. 2, som fortsat er gældende.

86. Udover varmforsyningslovens § 20, stk. 2, og afskrivningsbekendtgørelsens § 6 er begrebet "indskudskapital" nævnt følgende steder i varmforsyningsloven:

- § 20, stk. 7. Vederlag ved overdragelse må ikke føre til forøgede udgifter til forrentning af indskudskapital.
- § 23 1, stk. 8, nr. 1. Kommuner kan ved indberetning fratække en indskudskapital, som Energitilsynet har godkendt efter lov om naturgasforsyning.

87. Heller ikke forarbejderne til § 20, stk. 7, eller § 23 1, stk. 8, nr. 1, giver bidrag til en afklaring af begrebet indskudskapital¹⁷.

88. Efter den nu ophævede varmforsyningslovs § 23 e, stk. 5, skulle Energitilsynet godkende en kommunes opgørelse af indskudskapitalen i en kommunal varmforsyning. Bestemmelsen indsattes for at opnå parallelitet med den tilsvarende daværende bestemmelse i § 37 i elforsyningsloven, der oprindeligt blev indsat som § 10 b i den gamle elforsyningslov.

89. Fra forarbejderne¹⁸ til bestemmelsen i elforsyningsloven citeres:

”Den del af kapitalen, som er indskudt af kommunen, skal i overensstemmelse med »hvile-i-sig-selv« tankegangen i elforsyningsloven holdes ude ved beregningen af den reduktion af statstilskuddet, som efter forslaget skal finde sted efter § 10 b, stk. 7.

Efter bestemmelsen i § 9, stk. 1, i elforsyningsloven kan der med Elprisudvalgets tiltræden beregnes en forrentning af indskudskapitalen.

Hvis en kommune eller en amtskommune i stedet for løbende at trække denne godkendte forrentning ud af selskabet har ladet denne indestå i selskabet, vil en sådan indestående kapital skulle medregnes til indskudskapitalen.

Indskudskapitalen omfatter således al kapital, som er investeret i selskabet.”

90. Den dagældende § 23 e, stk. 5, blev ophævet ved lov nr. 452 af 10. juni 2003, da bestemmelsen blev oplevet som en hæmsko for nødvendige strukturtilpasninger

¹⁵ Lov nr. 258 af 8. juni 1979.

¹⁶ Lov nr. 382 af 16. juni 1990.

¹⁷ § 20, stk. 7, blev indsat i 2003 ved L 452. § 23 1, stk. 8, nr. 1, blev indsat i 2007 ved L 549 og senere ændret ved lov nr. 466 af 18. maj 2011.

¹⁸ § 23 e i varmforsyningsloven blev indsat ved lov 451 af 31. maj 2000. § 10 b (lex Nesa) blev første gang indsat ved lov 189 af 12. marts 1997, og findes nu i elforsyningslovens § 37, der er ændret flere gange siden.

i energisektoren. Ophævelsen af bestemmelsen havde således et andet formål end ændring af beskrivelsen af begrebet ”indskudskapital”.

91. Som fastslået i Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010, så forstås herefter ved indskudskapital den kapital, som ejerne har indskudt i varmforsyningsvirksomheden (den initiale indskudskapital), evt. med tillæg af den af Energitilsynet godkendte forrentning, som ejerne har ladet stå i virksomheden, med fradrag af udlodninger.

92. Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven er et regulatorisk begreb, dvs. et af lovgiver defineret element i reguleringen af varmforsyningen, der i denne sammenhæng er valgt som det beregningsmæssige udgangspunkt for fastsættelsen af en rimelig forrentning.

93. Det reguleringsmæssige begreb "indskudskapital" er ikke identisk med de selskabsretlige begreber egenkapital og indskudskapital. Egenkapital er i årsregnskabslovens § 25 defineret som forskellen mellem aktiver og forpligtelser, dvs. forskellen mellem aktivernes sum og virksomhedens gæld, og selskabsretligt er indskudskapital alene den indskudte kapital. Overskud overført til egenkapitalen er således ikke en del af den selskabsretlige indskudskapital.

94. Begrebet egenkapital er modsat begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven ikke regulatorisk, men er et begreb, der udtrykker den gæld, som virksomheden har til ejerne, dvs. ejernes tilgodehavender i virksomheden.

4.3 Opgørelse af den initiale indskudskapital

95. Varmeforsyningsloven og tilhørende bekendtgørelser indeholder ikke nærmere bestemmelser om, hvordan den initiale indskudskapital skal opgøres. Nedenfor redegøres for Energitilsynets praksis om, hvordan indskudskapitalen opgøres.

4.3.1 Den initiale indskudskapital i varmevirksomheder stiftet før 1. marts 1981

96. Ved ikrafttrædelsen af varmforsyningslovens prisbestemmelser den 1. marts 1981 blev alle eksisterende virksomheder underlagt en prismæssig regulering (hvile-i-sig-selv-princippet). Da der ikke i loven eller forarbejderne hertil er grundlag for at antage, at loven skulle have ekspropriativ virkning, anses værdien af varmevirksomheden som helhed ved reguleringens ikrafttrædelse som indskudt i ”hvile-i-sig-selv-selskaberne”. Dette er baggrunden for vurderingen af virksomhedernes indskudskapital pr. 1. marts 1981.¹⁹

97. Den initiale indskudskapital for varmevirksomheder med anlæg i drift den 1. marts 1981 er værdien af varmevirksomheden som helhed ved reguleringens ikrafttrædelse.

¹⁹ Kommunale varmevirksomheder var før 1981 også omfattet af hvile-i-sig-selv princippet i kommunalfuldmagtsreglerne. Ikrafttræden af varmforsyningslovens prisbestemmelser lovfæstede derfor det hidtil gældende hvile-i-sig-selv princip for de kommunalt ejede varmevirksomheder.

98. For varmevirksomheder stiftet før ikrafttrædelsen af varmemforsyningslovens prisbestemmelser den 1. marts 1981 kan den initiale indskudskapitals størrelse opgøres på 2 forskellige måder.

99. *For det første* kan en varmevirksomhed, der har dokumentation i form af et eksisterende revideret regnskab fra 1. marts 1981, som udgangspunkt lægge egenkapitalen heri til grund for opgørelse af indskudskapitalen. Dette skyldes, at egenkapitalen er differencen mellem aktivernes værdi og virksomhedens gæld, jf. definitionen i § 25 i årsregnskabsloven.

100. Grunden til, at gælden skal trækkes fra aktivernes værdi, er, at to varmevirksomheder med aktiver med samme værdi, men med gæld af meget forskellig størrelse også vil have forskellig værdi.

101. *For det andet* kan varmevirksomheden vælge at anvende det såkaldte administrationsgrundlag og den dertil hørende komponentliste med levetider og anskaffelsespriser i 1981 på en række fjernvarmekomponenter som grundlag for beregning af aktivernes værdi ud fra genanskaffelsespriser. Udgangspunktet er i øvrigt det samme: Værdien af varmevirksomheden pr. 1. marts 1981 beregnes som differencen mellem aktivernes værdi og virksomhedens gæld.

102. Energitilsynet tilkendegav således den 28. april 2008, hvordan indskudskapitalen alternativt kunne opgøres. Tilkendegivelsen består af to notater, "Aktiver i fjernvarmeværkerne" og "Administrationsgrundlag for opgørelse af fjernvarmeaktiver pr. 1. marts 1981" samt et bilag med en komponentliste. Tilkendegivelsen under ét betegnes administrationsgrundlaget.

103. Anvendelse af administrationsgrundlaget forudsætter, at varmevirksomheden kan redegøre for følgende:

- a. Hvilke aktiver den besad pr. 1. marts 1981,
- b. anskaffelsestidspunktet for det enkelte aktiv og
- c. den samlede anskaffelsespris (anlægsomkostning) for det enkelte aktiv.

104. Energitilsynet tilkendegav, at anvendelse af komponentlisten er valgfri, men at det afgørende er, hvilken dokumentation forsyningen kan forelægge. Uanset om komponentlisten anvendes eller ej, så vil Energitilsynet konkret vurdere, om varmevirksomheden i tilstrækkelig grad kan dokumentere aktivernes tilstedeværelse, den forudsatte levetid, og de forudsatte genanskaffelsesværdier.

4.3.2 Den initiale indskudskapital i varmevirksomhed stiftet efter 1. marts 1981

105. Den initiale indskudskapital for varmevirksomheder stiftet efter den 1. marts 1981, er den kapital, som ejeren/ejerne har indskudt i virksomheden ved virksomhedens stiftelse, f.eks. som andelskapital. Indskud vil oftest være kontante indskud. Indskudskapitalen skal i selskabets bogføring opgøres særskilt.

106. Varmevirksomheder, der er stiftet efter den 1. marts 1981, kan ikke vælge at anvende administrationsgrundlaget til opgørelse af indskudskapital.

4.4 Forrentningsgrundlaget

107. Det er indskudskapitalen ved begyndelsen af et regnskabsår, der kan søges forrentet (forrentningsgrundlaget). Indskudskapitalen ved regnskabsårets start opgøres i overensstemmelse med definitionen i punkt 70 på baggrund af den initiale indskudskapital med følgende korrektioner for efterfølgende forhold siden 1. marts 1981:

- Nye indskud fra ejerne.
- Nedsættelse af indskudskapitalen ved udlodning til ejerne.
- Forrentning af indskudskapital, som er tiltrådt af Energitilsynet, og som fortsat er indestående i virksomheden.

108. Disse korrektioner gælder, uanset om varmemvirksomheden blev stiftet før eller efter den 1. marts 1981.

4.5 Forrentning af indskudskapital

4.5.1 Begrebet "rimelig forrentning" i varmforsyningsloven

109. Som udgangspunkt har Energitilsynet alene hjemmel til at træffe afgørelse om forhold, som allerede er indtruffet – f.eks. urimeligt opkrævede priser, som ikke har kunnet bringes til ophør ved forhandling.

110. I afskrivningsbekendtgørelsens § 6, som er udstedt med hjemmel i varmforsyningslovens § 20, stk. 2, er det dog udtrykkeligt angivet, at Energitilsynet kan tillade, at en "rimelig forrentning" af indskudskapital indregnes i prisen. Hermed er der hjemmel til, at Energitilsynet i dette særlige tilfælde kan træffe afgørelse om forhold, som endnu ikke er indtruffet.

111. Det fremgår hverken af afskrivningsbekendtgørelsen, af varmforsyningslovens § 20, stk. 2, eller af forarbejderne til denne bestemmelse, hvad der skal forstås ved en "rimelig forrentning", herunder hvilke lovlige hensyn Energitilsynet kan eller skal inddrage i den vurdering, tilsynet skal foretage efter afskrivningsbekendtgørelsens § 6.

112. I overensstemmelse hermed har Energiklagenævnet i sin afgørelse af 9. november 2010 fastslået, er der ved vurderingen af, om en given forrentning af indskudskapitalen kan anses for rimelig, er overladt Energitilsynet et betydeligt skøn.

113. I forarbejderne²⁰ til varmforsyningsloven er det dog anført, at den omstændighed, at varmforsyningsvirksomheder er omfattet af varmforsyningslovens

²⁰ Folketingstidende 1999-00, Tillæg A, side 6620.

"hvile-i-sig-selv"-princippet medfører, at det alene er "nødvendige omkostninger" der kan indregnes i prisen:

"Bestemmelsen i § 20, stk. 1 og 2, indebærer, at anlæg som hovedregel fortsat er omfattet af varmforsyningslovens "hvile-i-sig-selv"-princippet. Princippet indebærer, at anlægget kan indregne nødvendige omkostninger i prisen for anlæggets ydelser".

114. Det bemærkes i øvrigt, at afskrivningsbekendtgørelsens §§ 1-5 indeholder regler om indregning af driftsmæssige afskrivninger og henlæggelser, og i § 7 er der hjemmel til at gribe ind overfor tilfælde, "hvor anvendelsen af reglerne i §§ 1-5 medfører en urimelig kapitaldannelse." En tilsvarende bestemmelse om "urimelig kapitaldannelse" er ikke indsat i afskrivningsbekendtgørelsen i relation til § 6.

115. Princippet om "rimelighed" er helt grundlæggende for varmforsyningslovens prisregulering til beskyttelse af forbrugerne mod udnyttelsen af et monopolmarked.

116. Af bemærkningerne til kapitel 6 om priser i den første varmforsyningslov²¹ fremgår, at lovforslaget skulle sikre indsigt med, at der skete en rimelig prisfastsættelse, og at både private og offentlige varmekomplekser skulle anmelde priser m.m. til Gas- og Varmeprisudvalget med henblik på at sikre, at det nødvendige grundlag for prisvurderingen var til stede.

117. Den første varmforsyningslov afløste den dagældende monopollov i relation til regulering af varmepriser, og i monopolloven fandtes der bestemmelser, der gav mulighed for indgreb mod urimelige priser og urimelige fortjenester.

118. Endelig henvises i bemærkningerne til den første varmforsyningslov til den dagældende elforsyningslov fra 1977, hvori hensynet til "rimelighed" ligeledes var centralt.

119. Der henvises i det hele til punkt 95-113 i Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009, hvori lovgrundlaget i relation til princippet om "rimelighed" nærmere er gennemgået.

120. For Energitilsynets godkendelse af en rimelig forrentning betyder princippet, at der i overensstemmelse med Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 er tale om en samlet vurdering af alle de elementer, der udgør fastsættelsen af forrentningen.

4.5.2 Metode for forrentning af egenkapital (CAPM) og fremmedkapital

121. Til brug for Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 anmodede tilsynet Grant Thornton om at udarbejde en model for fastsættelse af en rimelig forrentning af indskudskapital i EGJ Varme.

²¹ Lov nr. 258 af 8. juni 1979.

122. Grant Thornton tog til brug herfor udgangspunkt i en WACC-model, der udtrykker kapitalomkostningerne i virksomheden bestående af omkostninger finansieret af virksomhedens egenkapital og omkostninger finansieret af fremmedkapital, dvs. gæld.

123. Det bemærkes, at modellen er en tilpasset WACC-model. Det tilpassede består i, at der her ikke er tale om forrentning af en egenkapital og en fremmedkapital, men derimod om forrentning af en indskudskapital opgjort efter varmemforsyningsloven. Denne indskudskapital svarer ikke til kapitaler, der sædvanligvis opereres med i en WACC-model. Gearingen indgår derfor i beregningen på en måde, der er tilpasset de særlige forhold i denne sag.

124. Energiklagenævnet har i sin afgørelse af 9. november 2010 fastslået, at vurderingen af om forrentning af indskudskapital kan anses for rimelig kan tage afsæt i Energitilsynets WACC-model.

125. WACC-modellen for forrentning af en indskudskapital fastlægger to rentesatser: a) en "høj rente" svarende til forrentning af egenkapital, og b) en "lavere rente" svarende til forrentning af fremmedkapital. Rentesatserne kan anvendes ved beregning af forrentning af den samlede indskudskapital.

126. Grunden til, at der opereres med to rentesatser, er, at forskellige dele af kapitalen er udsat for en forskellig risiko, som udtrykkes i de to forskellige rentesatser.

127. Forrentning af den del af finansieringen, der henføres til egenkapital (K_e), findes på baggrund af CAPM-modellen (Capital Assets Pricing Modellen) (boks 1):

128. I CAPM-modellen beregnes egenkapitalens afkastkrav som summen af den risikofrie rente (r_f) og et selskabsspecifikt risikotillæg ($\beta_e * (r_m - r_f)$).

129. Den risikofrie rente (r_f) er udtryk for den forrentning, en investor vil kræve for at investere i et aktiv uden risiko.

130. Det selskabsspecifikke risikotillæg ($\beta_e * (r_m - r_f)$) udtrykker det tillæg til den risikofrie rente, som afspejler risikoen ved en virksomhedsspecifik investering. Tillægget findes ved, at en fastlagt markedsrisikopræmie multipliceres med virksomhedens såkaldte beta-værdi.

131. Markedsrisikopræmien ($r_m - r_f$) er det merafkast, en investering i markedsindekset (typisk aktiemarkedsindekset) vil give investor, i forhold til en risikofri rente, som compensation for den yderligere risiko ved at investere i markedsindekset. Til brug for fastsættelsen af en generel markedsrisikopræmie er der foretaget un-

Boks 1
Estimering af
egenkapitalens afkastkrav (CAPM)

$$K_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

| | |
|-------------|-----------------------------------|
| K_e | egenkapitalens afkastkrav |
| r_f | risikofri rente |
| β_e | gearet beta |
| r_m | forventet afkast på markedsindeks |
| $r_m - r_f$ | markedsrisikopræmie |

dersøgelser af, hvilke værdier andre aktører anvender samt analyser af historiske afkast.

132. Betaen (β_e) udtrykker, hvor risikofyldt det er at investere i den pågældende virksomhed i forhold til at investere i markedsindekset. En (gearet)²² beta lig 1 betyder, at det er lige så risikofyldt at investere i den pågældende virksomhed som i markedsindekset. En beta lig 0 betyder, at det er risikofrit at investere i den pågældende virksomhed. En beta på f.eks. 0,25 betyder, at det at investere i den pågældende virksomhed har samme risiko som det at investere i en portefølje, hvor 25% af porteføljen udgøres af markedsindekset og resten af porteføljen (dvs. 75% af porteføljen) består af en risikofri investering. En beta over 1 betyder, at den pågældende virksomhed har en risiko, der er større en markedsindekset. Betaen kan for børsnoterede virksomheder statistisk estimeres som covariansen mellem afkastet på den pågældende virksomhed og aktiemarkedsindekset, divideret med variansen på afkastet på aktiemarkedsindekset.

133. Beta (β_e) afspejler selskabets egenkapitalrisiko (fodnotetegnet "e" i β_e står for equity, dvs. egenkapital). Egenkapitalrisikoen β_e afhænger blandt andet af selskabets kapitalstruktur, dvs. forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital og kaldes derfor også gearet beta, jf. boks 1 ovenfor.

134. Det bemærkes, at den gearede beta (β_e) ikke kan estimeres for selskaber, der ikke er børsnoterede. I stedet kan β_e estimeres indirekte ved at se på såkaldt ugearede betaværdier for sammenlignelige selskaber og så efterfølgende ud fra dette beregne den gearede beta²³.

135. Fremmedkapitalens afkastkrav (K_d) kan findes ved at sammenlægge den risikofrie rente (r_f) med gældsrisikopræmien (r_s), hvorefter afkastkravet kan justeres for skattebetaling - i den udstrækning det er relevant - ved at gange fremmedkapitalens afkastkrav før skat ($r_f + r_s$) med faktoren $(1-t)$, hvor t svarer til skattesatsen (typisk selskabsskattesatsen) i pct. Se boks 2.

136. Gældsrisikopræmien (r_s) udtrykker det merafkast, fremmedfinansieringen opnår i forhold til den risikofrie rente.

137. I det følgende redegøres der for, hvordan de to afkastkrav K_e og K_d anvendes ved beregning af forrentningsbeløb i denne sag.

Boks 2
Estimering af fremmedkapitalens afkastkrav

$$K_d = (r_f + r_s) * (1-t)$$

| | |
|-------|------------------------------|
| K_d | fremmedkapitalens afkastkrav |
| r_f | risikofri rente |
| r_s | gældsrisikopræmie |
| t | skattesats |

²² Dette afsnit handler alene om den gearede beta. Forskellen mellem gearet og ugearet beta forklares i den efterfølgende fodnote.

²³ Den gearede beta (β_e) kan ikke estimeres direkte for EGJ Varme, bl.a. fordi EGJ Varme ikke er en børsnoteret virksomhed. I stedet kan egenkapitalrisikoen β_e estimeres indirekte ved at se på såkaldt ugearede betaværdier for sammenlignelige selskaber og så efterfølgende beregne den gearede beta ud fra formelen: $\beta_e = \beta_{ugearet} * (1 + (\text{fremmedkapitalandelen}/\text{egenkapitalandelen}))$. Der henvises nærmere til punkt 299-300.

138. I WACC-modellen er, som nævnt, anvendt betegnelsen forrentning af den del af indskudskapitalen, der henføres til henholdsvis egenkapital (K_e) og fremmedkapital (K_d).

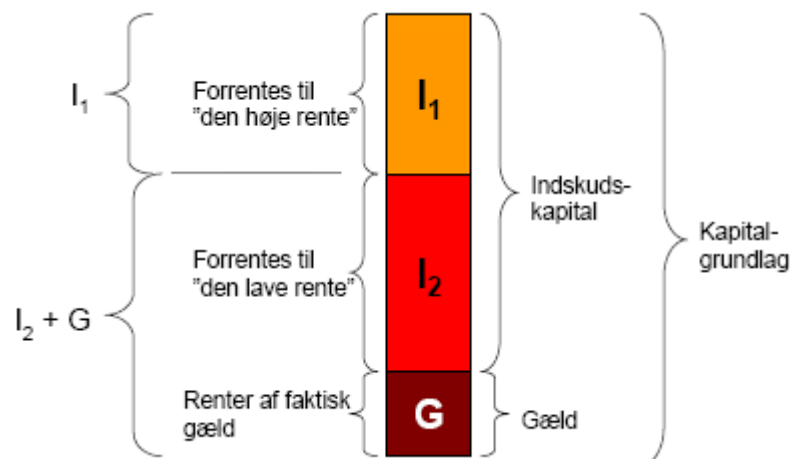
139. Begrebet "indskudskapital" er et regulatorisk begreb, og er derfor ikke sammenligneligt med begrebet egenkapital i den betydning, denne term har i årsregnskabsloven eller i selskabsretten.

140. Dette er grunden til, at Sekretariatet har valgt at kalde K_e en "høj rente" og K_d en "lavere rente".

141. En indskudskapital opgjort efter varmemforsyningsloven siger ikke noget om finansieringsbehovet, eller om forholdet mellem fremmed- og egenkapital.

142. I den gældende varmemforsyningslov har begrebet indskudskapital alene betydning som grundlag for Energitilsynets godkendelse af ansøgninger om indregning af en rimelig forrentning i priserne.

Diagram 2



Kilde: Energitilsynet

143. Energitilsynet har derfor i 2009-afgørelsen valgt at opgøre et kapitalgrundlag i forrentningsåret. Kapitalgrundlaget er summen af indskudskapitalen (I_1 og I_2 i diagram 2 ovenfor), og virksomhedens rentebærende gæld (G i diagram 2 ovenfor). Indskudskapitalen er opgjort efter varmemforsyningsloven, og gælden er opgjort efter årsregnskabsloven. Opgørelsen foretages i hvert af de år, hvor forrentning beregnes.

144. En del af indskudskapitalen (I_1 i diagram 2 ovenfor) forrentes med den høje rente, og den resterende del af indskudskapitalen (I_2 i diagram 2 ovenfor) forrentes med den lave rente. Hvor stor en del af indskudskapitalen, der forrentes til hhv. den høje og den lave rente kommer an på hvilken gearing, der anvendes ved beregningen.

145. Energitilsynet anvender WACC-renten i denne typer sager på en anden måde, end i de sager Energitilsynet og Energiklagenævnet tidligere har behandlet efter el- og naturgasforsyningsloven.²⁴

146. I de tidligere sager efter el- og naturgasforsyningsloven har Energitilsynet skullet fastsætte en rente af hele den faktisk investerede kapital, d.v.s. både fremmedkapital og indskuds- eller egenkapital, således som disse kapitaler fremgik af virksomhedernes reviderede regnskaber. Det er ikke tilfældet i denne type sag efter varmemforsyningsloven.

147. Varmevirksomheder indregner finansieringsudgifter ved fremmedkapital (G i diagram 2 ovenfor) fuldt ud i priserne uden Energitilsynets tiltræden, jf. lovens § 20, stk. 1.²⁵ Varmevirksomheder har således fuld sikkerhed for at få dækket selskabets faktiske finansieringsudgifter ved fremmedkapital. Denne sag vedrører derfor alene forrentning af indskudskapital, således som den er opgjort på grundlag af varmemforsyningslovens regulatoriske begreber.

148. Energitilsynets anvendelse af WACC i denne type sager er derfor ikke udtryk for, hvilken rente Energitilsynet beregner af hhv. egenkapital og fremmedkapital, sådan som det var tilfældet i sager efter el- og naturgasforsyningsloven.

149. Energitilsynets anvendelse af WACC i denne type sager er derimod udtryk for, at WACC anvendes til støtte for Energitilsynets stillingtagen til niveauet for ”rimelig forrentning” af indskudskapitalen, som denne er opgjort efter varmemforsyningsloven.²⁶

4.5.3 Tidspunktet for forrentningens indregning i priserne

150. Som nedenstående gennemgang viser, skelner gældende og tidligere lovbestemmelser og praksis om forrentning af indskudskapital ikke mellem tidspunktet for beregning af forrentningen og tidspunktet for indregning i priserne. Det samme gælder forarbejderne til gældende og tidligere bestemmelser.

151. Af gennemgangen fremgår desuden, at forrentning ikke kan indregnes i prisen, uden det forudgående er tiltrådt af Energitilsynet.

152. Det fremgår af varmemforsyningslovens § 20, stk. 2, at forrentning kan indregnes i prisen efter Energitilsynets tiltræden.

²⁴ Herunder bl.a. Energiklagenævnets sager 31-18, 31-2 og 31-3.

²⁵ Se i øvrigt 2009-afgørelsen, punkt 203, Eksempel 1.

²⁶ I EGJ Varme-sagen anvender Energitilsynet en WACC-model, med den vigtige modifikation, at de to renter, der normalt vægtes sammen til én rente, i EGJ Varme-sagen anvendes hver for sig som ”den lave rente” og ”den høje rente”. Hvordan de vægtes vil i sager om forrentning af indskudskapital i varmemforsyninger afhænge af det enkelte selskabs kapitalforhold i forrentningsåret. Se hertil bl.a. 2009-afgørelsens punkt 203, Diagram 2.

153. Dette er gentaget i den ”vejledning om anvendelse af reglerne om afskrivninger, henlæggelser og om forrentning af indskudskapital”, som blev udstedt i tilknytning til den første afskrivningsbekendtgørelse²⁷. Fra vejledningen citeres:

”Så længe virksomhederne følger de almindelige regler i bekendtgørelsens §§ 1-2 og 4-6 med de anvisninger og fortolkninger hertil, som udvalget angiver, skal de ikke forudgående indhente udvalgets tilladelse til indregning af afskrivnings- og henlæggelsesbeløb. Derimod må indregning af en forrentning af indskudskapital (§ 7) indtil videre kun ske efter forudgående tilladelse fra udvalget.”

154. Fra vejledning til bekendtgørelse 648/1985 af 30. januar 1986 citeres:

”Forrentning af indskudskapitalen

Bekendtgørelsens § 7 bestemmer, at udvalget kan tillade, at der i priserne indregnes en forrentning af indskudskapitalen. Indtil videre må en sådan forrentning kun foretages efter udvalgets forudgående tilladelse i hvert enkelt tilfælde.”

155. Gas- og Varmeprisudvalget vedtog den 30. januar 1986 en ny vejledning om anvendelse af reglerne om afskrivninger, henlæggelser og forrentning af indskudskapital. Fra vejledningen citeres:

”Bekendtgørelsens § 6 bestemmer, at udvalget kan tillade, at der i priserne indregnes en forrentning af indskudskapitalen. Indregning af en sådan forrentning må kun foretages efter udvalgets forudgående tilladelse i hvert enkelt tilfælde.”

156. Fra tilsynets notat af 31. oktober 2006 om indregning af afskrivninger og henlæggelser i fjernvarmeprisen citeres:

”Energitilsynet kan tillade, at der i priserne indregnes en forrentning af indskudskapitalen. Indregning af forrentning kræver forudgående tilladelse i hvert enkelt tilfælde. Tilladelsen gælder kun for det ansøgte år og gives ikke med tilbagevirkende kraft for tidligere regnskabsår.”

4.6 Praksis om forrentning af indskudskapital efter varmforsyningsloven

4.6.1 Energitilsynets praksis efter varmforsyningsloven

157. Energitilsynet og tidligere Gas- og Varmeprisudvalget har behandlet en række sager, hvor en kollektiv varmevirksomhed har anmodet om forrentning af indskudskapital og en enkelt med anmodning om forrentning af egenkapital²⁸.

²⁷ Bekendtgørelse nr. 56 af 26. februar 1982.

158. Sammenfattende har det været Gas- og Varmeprisudvalgets og Energitilsynets praksis,

- At kun indskudskapital kan forrentes,
- At egenkapital ud over indskudskapital ikke kan forrentes,
- At andelskapital/aktiekapital efter en konkret vurdering kan anses for indskudskapital,
- At indskudskapital skal opgøres selvstændigt i virksomhedens regnskab²⁹,
- At indregning af forrentning af indskudskapital i priserne forudsætter Energitilsynets forudgående tiltræden, og
- At forrentningen ikke kan fastsættes generelt, men at Energitilsynets tiltræden vil ske ud fra en konkret vurdering af den enkelte forsyning i det enkelte år.

4.6.2 Energiklagenævnets praksis efter varmforsyningsloven

159. Energiklagenævnet traf 17. september 2007 afgørelse i en sag om indskudskapital³⁰. Af afgørelsen fremgår følgende:

”Energiklagenævnet finder på denne baggrund, at Energitilsynet kan vurdere både forrentningssats og forrentningsgrundlag ved afgørelsen af, om forrentningen af indskudskapitalen er rimelig.”

160. Af samme afgørelse fremgår det videre:

”Det fremgår ikke af ordlyden af varmforsyningslovens § 20, stk. 2, at indskudskapital ikke omfatter ikke-udloddet godkendt forrentning. På den baggrund, og da varmforsyningslovens § 21, stk. 4, kan bringes i anvendelse, hvis indskudskapitalen bliver af en sådan størrelse, at forrentning heraf ville medføre urimelige priser, finder nævnet det betænkeligt at anlægge en snæver fortolkning af begrebet indskudskapital.”

4.7 Forrentning efter naturgasforsyningsloven

161. I forbindelse med Sekretariatets behandling af sagen findes det relevant også at inddrage regulering af forrentning efter naturgasforsyningsloven, for så vidt angår de virksomheder, som er omfattet af denne, og som driver virksomhed, der ikke er konkurrenceudsat. Baggrunden herfor er, at disse virksomheders markedsvilkår til dels kan sidestilles med varmforsyningsvirksomhedernes.

162. Priserne for gas fra kollektive naturgasforsyningsvirksomheder fastsættes under hensyntagen til bl.a. nødvendige omkostninger til indkøb af energi, lønninger, tjenesteydelser, administration, vedligeholdelse, andre driftsomkostninger og afskrivninger samt forrentning af kapital.³¹

²⁸ I bilag 5 findes en kort gengivelse af enkelte af disse afgørelser.

²⁹ Også tidligere udtrykt som, at det skal fremgå af virksomhedens bogføring.

³⁰ Energiklagenævnets afgørelse af 17. september 2007, j.nr. 21-356.

³¹ § 37, stk. 1, 1. pkt., i naturgasforsyningsloven.

163. Efter § 37a, stk. 2, i naturgasforsyningsloven fastsætter Energitilsynet indtægtsrammer for distributionselskabernes ydelser. Reglerne for fastsættelse af indtægtsrammer fremgår af bekendtgørelse herom³².

164. Bekendtgørelsens § 12 lyder som følgende:

§ 12. Energitilsynet fastsætter den forrentningssats, der kan indregnes i indtægtsrammen, jf. § 11. Rentesatsen fastsættes for det enkelte selskab som en risikofri rente fastsat af Energitilsynet samt et risikotillæg, der afspejler risikoforhold og skattepligt i det enkelte selskab. Ved fastsættelsen af forrentningssatsen forudsættes en egenkapitalandel på 30 pct.

Stk. 2. Energitilsynet kan forud for et kalenderår ændre forrentningssatsen med virkning for den resterende del af perioden som følge af ændringer i de forhold, som har ligget til grund for fastsættelse af satsen, jf. stk. 1. Energitilsynet offentliggør kriterier for ændringer i forrentningssatsen.

Stk. 3. Energitilsynet offentliggør det beslutningsgrundlag, som er anvendt ved fastsættelsen af forrentningssatsen efter stk. 1 og 2."

165. Bekendtgørelsen indebærer således, at det ved beregning af indtægtsrammer forudsættes, at egenkapitalandelen i en naturgasvirksomhed, der ikke er konkurrenceudsat, er 30 %.

4.7.1 Energitilsynets praksis efter naturgasforsyningsloven

166. Energitilsynet traf 28. september 2009 afgørelse om indtægtsrammer for naturgasdistributionselskaber for perioden 2010-2013.

167. Til afgørelsen hører tre bilag udarbejdet af Energitilsynet. Bilag 3 omhandler fastsættelse af WACC forrentning, herunder betaværdien, som indtægtsrammerne for 2010-2013 er fastlagt på baggrund af. I den forbindelse inddrog Energitilsynet den af Grant Thornton udarbejdede rapport af 7. maj 2009.

168. Energitilsynet vurderede konkret, at betaværdien burde fastsættes til 0,35 (modsat 0,40 i 2006-2009).

169. Energitilsynet bemærkede i øvrigt følgende i bilag 3's punkt 17 og 37:

"17...Alene anvendelse af reguleringshorisonten vurderes at udgøre et administrativt enkelt og sikkert grundlag for fastsættelsen af løbetiden på den risikofri rente.

37...Sekretariatet vurderer dog, at varmeforsyning er mindre risikofyldt end gasdistribution, og beta er derfor lavere."

³² Jf. bekendtgørelse nr. 38 af 14. januar 2005 om indtægtsrammer og åbningsbalancer for naturgasdistributionselskaber.

4.7.2 Energiklagenævnets praksis efter naturgasforsyningsloven

170. Energiklagenævnet traf 28. marts 2008 afgørelse om den forrentningssats, som naturgasdistributionselskaber efter naturgasbekendtgørelsens § 11 og § 12 kunne indregnes i den i bekendtgørelsens § 6 nærmere definerede indtægtsramme for 2006-2009.

171. Af afgørelsen fremgår følgende:

"Energiklagenævnet kan tiltræde, at det på denne baggrund vil være naturligt at fastsætte forrentningssatsen efter en WACC-model. Ved foretagelsen af de skøn, som den konkrete anvendelse af modellen forudsætter, er Energitilsynet imidlertid ved bekendtgørelsen overladt et vidt skøn."

172. Videre fremgår det af afgørelsen:

"Ved efterprøvelse af de af Energitilsynet fastsatte WACC-renter har Nævnet herefter foretaget et samlet skøn, hvori er indgået de delelementer, som også er indgået i Energitilsynets skøn."

I den forbindelse erindrer Nævnet om, at Nævnets efterprøvelse af Tilsynets skøn som anført i Nævnets afgørelse af 25. august 2003 om priserne for benyttelsen af DONG Naturgas A/S' transmissionssystem må være mere tilbageholdende, når der er tale om en beføjelse for Tilsynet til at udmelde indtægtsrammer, end når der er tale om en almindelig indgrebsbeføjelse.

Nævnet har endvidere fundet, at fastsættelsen af WACC-renter hviler på en række vanskelige skøn, som næppe kan kvalificeres væsentligt bedre, end det er sket i grundlaget for Tilsynets afgørelse, og som under alle omstændigheder vil være behæftet med usikkerhed. Nævnet bemærker herved, at der ikke fra selskabernes side er fremkommet dokumentation for, at Tilsynets skøn skulle være baseret på urigtige antagelser."

5 Energitilsynets vurdering

5.1 Indskudskapital for EGJ Varme

5.1.1 Begrebet "indskudskapital"

173. Det fremgår af varmforsyningslovens § 20, stk. 2, og afskrivningsbekendtgørelsens § 6, at Energitilsynet kan tillade, at der i forbrugerpriserne indregnes en rimelig forrentning beregnet på grundlag af begrebet "indskudskapital".

174. Som det er fastslået i Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010, forstås ved indskudskapital den kapital, som ejerne har indskudt i varmforsyningsvirksomheden (den initiale indskudskapital), med tillæg af den af Energitilsynet godkendte forrentning, som ejerne har ladet stå i virksomheden, og med fradrag af udlodninger.

175. Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven er, som nævnt, et regulatorisk begreb, og der kan derfor ikke sættes lighedstegn mellem dette og de selskabsretlige begreber egenkapital og indskudskapital eller det førnævnte begreb egenkapital i årsregnskabsloven.

5.1.2 Initial indskudskapital for EGJ Varme pr. 1. marts 1981

176. EGJ Varme er stiftet før ikrafttrædelsen af varmforsyningslovens prisbestemmelser 1. marts 1981.

177. Energitilsynet har åbnet mulighed for, at den initiale indskudskapital kan opgøres på 2 forskellige måder: Enten på baggrund af et eksisterende revideret regnskab fra 1. marts 1981 eller på baggrund af Energitilsynets administrationsgrundlag med tilhørende komponentliste.

178. EGJ Varme har valgt at opgøre den initiale indskudskapital efter administrationsgrundlaget, således at denne udgør kr. 628.457.000 svarende til aktivernes værdi på 649.218.000 kr. fratrukket gælden på kr. 20.761.000 pr. 1. marts 1981.

179. Såfremt EGJ Varme havde valgt at opgøre den initiale indskudskapital med udgangspunkt i selskabets bogførte værdier pr. 1. marts 1981, ville den initiale indskudskapital efter det oplyste have udgjort ca. kr. 20 millioner, hvilket ville medføre et markant lavere forrentningsgrundlag, og dermed en markant lavere forrentning.

180. Sekretariatet lægger i overensstemmelse med Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 i den konkrete sag til grund, at EGJ Varme har opgjort kapitalgrundlaget retvisende efter administrationsgrundlaget. Den initiale indskudskapital pr. 1. marts 1981 er herefter kr. 628.457.000, og dette beløb vil således blive lagt til grund som led i afgørelsen om en rimelig forrentning af indskudskapital for 2003-2010.

5.1.3 Fradrag i den initiale indskudskapital for EGJ Varme efter den 1. marts 1981

181. I 2000 blev ejendomme for kr. 21.098.000 udskilt fra EGJ Varme.

182. EGJ Varmes aktiver blev derved formindsket med kr. 21.098.000, idet ejendommene blev udskilt uden betalinger. Dette medførte en nedsættelse af indskudskapitalen fra 2000.

5.1.4 Indskudskapital (forrentningsgrundlag) for EGJ Varme pr. 1. januar 2003

183. EGJ Varme har søgt om tilladelse til at indregne forrentning af indskudskapital fra og med 1. januar 2003.

184. EGJ Varme har oplyst, at driften af varmforsyningen ikke har medført ændringer i indskudskapitalen, ligesom der ikke er oplysninger om udlodning af akti-

ver ud over den ovenfor anførte overførsel af ejendomme for kr. 21.098.000. Indskudskapitalen pr. 1. januar 2003 udgjorde derfor kr. 607.359.000.

185. Af tabel 1 nedenfor fremgår, at indskudskapitalen pr. 1. januar 2003 opgjort på denne måde er 607.359.000 kr.

Tabel 1

| | |
|---|--------------------|
| Aktivers værdi 1/3 1981 (administrationsgrundlag) | 649.218.000 |
| Gæld 1/3 1981 (mellemløbskonto) | 20.761.000 |
| <hr/> | <hr/> |
| Indskudskapital 1/3 1981 (initiale indskudskapital) | 628.457.000 |
| Udlodning | 21.098.000 |
| Indskudskapital 1/1 2003 (forrentningsgrundlag) | <u>607.359.000</u> |

186. Havde EGJ Varme valgt at opgøre den initiale indskudskapital med udgangspunkt i selskabets bogførte værdier pr. 1. marts 1981 (ca. kr. 20 millioner), ville forrentningsgrundlaget således have været negativt.

5.2 "Rimelig forrentning" af indskudskapital

187. Efter afskrivningsbekendtgørelsens § 6, jf. varmforsyningslovens § 20, stk. 2, kan Energitilsynet tillade, at der i forbrugerpriserne indregnes en rimelig forrentning af indskudskapital.

188. Når Sekretariatet skal fastsætte størrelsen af en rimelig forrentning af indskudskapital, skal to modstående hensyn afvejes: På den ene side hensynet til virksomhedens mulighed for at oppebære en vis rimelig forrentning af den indskudte kapital, og på den anden side hensynet til at beskytte varmforsyningens kunder mod, at varmforsyningen udnytter sit monopol ved at opkræve højere omkostninger til forrentning, end hvad der kan betragtes som nødvendige.

189. Energiklagenævnet udtalte i sin afgørelse af 9. november 2010, at "*Energitilsynet skal godkende en anmodning om forrentning af indskudskapital, medmindre Energitilsynet i den konkrete sag finder, at forrentningen er urimelig*". Videre udtalte nævnet, at "*det er således Energitilsynet, som i den konkrete sag skal godtgøre, at en anmodning om en bestemt forrentning af indskudskapital er urimelig*".

190. Samtidig fastslog nævnet dog, at der ved vurderingen af, om en given forrentning af indskudskapitalen efter afskrivningsbekendtgørelsens § 6 kan anses for rimelig, er "*overladt et betydeligt skøn til Energitilsynet*".

191. At Energitilsynet er overladt et betydeligt skøn stemmer overens med ordlyden af afskrivningsbekendtgørelsens § 6, hvorefter tilsynet "kan" tillade en "rimelig forrentning". Bestemmelsen er således meget vag og upræcis i sin beskrivelse af

afgørelsens præmisser, og skønnet er alene bundet af, at det skal munde ud i, at forrentningen skal være rimelig³³.

192. Forarbejderne til varmemforsyningslovens § 20, stk. 2, som afskrivningsbekendtgørelsens § 6 er udstedt med hjemmel i, giver ikke megen vejledning til rammerne for Energitilsynets skønsudøvelse, herunder hvilke hensyn som sagligt kan eller skal indgå. Dog fremgår det, at alene "nødvendige" omkostninger kan indregnes i prisen således, at det overordnede "hvile-i sig-selv" princip overholdes.

193. Sekretariatet forstår præmisserne i Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 således, at nævnet præciserer, at det - i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige principper - er Energitilsynet, der skønner, hvilken forrentning af indskudskapital, der i det enkelte tilfælde kan tillades som rimelig (nødvendig) eller må afvises som - i nævnets terminologi - urimelig. Heri ligger, at det er op til tilsynet at opstille de relevante kriterier, der skal indgå i skønnet og afveje disse³⁴.

³³ Bent Christensen, Forvaltningsret - prøvelse, 2. udgave, 1994, side 49: "*Karakteristiske eksempler [på vage og elastiske bestemmelser] er: ved natattid, større, farlig, regelmæssig, væsentlig, vigtig, rimelig, offentlig interesse, almenvellet m.v.*". Bent Christensen, Forvaltningsret - opgaver, hjemmel, organisation, 2. udgave, 1997, Kapitel XVI, afsnit 3 om vage elastiske lovbestemmelser, s. 247: "*Mange love og anordninger beskriver retsfaktum med ord, som direkte henviser til en vurdering, altså med ord som urimelig, uværdig, almennyttig el. lign... under alle omstændigheder vil den beslutningsproces, der sker på grundlag af sådanne formuleringer, minde meget om den typiske skønsudøvelse*". Jens Garde m.fl. Forvaltningsret - Almindelige emner, 5. udgave, 2009, s. 216: "*Noget anderledes stiller det sig med de såkaldte vage, elastiske lovbestemmelser, som ofte omtales i forbindelse med forvaltningens skønsmæssige afgørelser. Det er karakteristisk for disse bestemmelser, at beskrivelsen af forvaltningsafgørelsens præmisser er mere upræcis. Afgørelsen bliver her en mellemting mellem skøn og retsanvendelse. Man kan sige, at der er tale om et bundet skøn eller om retsanvendelse med visse skønselementer*". Og på side 218: "*Eksemplerne viser, at de vage og elastiske lovbestemmelser indeholder en >elastikgrænse<, men heri ligger omvendt også, at der inden for denne grænse til en vis grad er tale om et skøn*". Se som eksempel UfR 2010.1599, hvor Højesteret fandt, at spørgsmålet om et barn efter den dagældende udlændingelovs § 9, stk. 13 havde mulighed for at opnå en sådan tilknytning til Danmark, at der var grundlag for en "*vellykket integration*" her i landet, beroede på en skønsmæssig vurdering, og Højesteret fandt ikke grundlag for at tilsidesætte Integrationsministeriets skøn, da de konkrete oplysninger, som ministeriet havde inddraget i sin afgørelse, var saglige og tilstrækkelige.

³⁴ Bent Christensen, Forvaltningsret - Forvaltningsret - opgaver, hjemmel og Organisation, 2. udgave, 1997, side 123: "*Forvaltningsretligt skøn foreligger, når forvaltningsorganet udsteder en forvaltningsakt på grundlag af lov eller anordning, som ikke indeholder nogen beskrivelse af retsfaktum og/eller retsfølge overhovedet eller dog kun en meget upræcis beskrivelse. For at kunne træffe afgørelse i en sådan situation må forvaltningsorganet supplere loven eller anordningens beskrivelse. Indeholder loven eller anordningen ingen eller meget upræcis beskrivelse af retsfaktum, må forvaltningsorganet tage stilling til, hvilke af de fakta, der er eller bliver oplyst i sagen, de skal lægges vægt på*". Og på side 158 "*Hvor en afvejning af de lovlige kriterier bliver nødvendig, fordi disse ikke alle trækker i samme retning, står forvaltningsorganet som udgangspunkt retligt frit. Det bestemmer selv, hvilken vægt de forskellige lovlige kriterier skal tillægges*". Jens Garde m.fl. Forvaltningsret - Almindelige emner", 5. udgave, 2009, s. 214: "*De forvaltningsretslige grundsætninger kan dog også få aktualitet, hvor afgørelsens indhold (retsvirkninger) ikke er (præcist) beskrevet*

194. Energiklagenævnet præciserer efter Sekretariatets opfattelse desuden i sine præmisser, at Energitilsynets skøn skal være i overensstemmelse med de almindelige forvaltningsretlige grundsætninger, herunder grundsætningen om, at det er Energitilsynet, der som forvaltningsmyndighed har ansvaret for at oplyse sagen³⁵, således at tilsynet på et oplyst grundlag kan foretage et sagligt skøn over hvilken forrentning, der i det konkrete tilfælde skønnes rimelig eller urimelig.

195. Såfremt varmforsyningsvirksomheden ikke er enig i Energitilsynets skøn, har virksomheden naturligvis mulighed for at anfægte dette. Varmeforsyningsvirksomheden må da efter almindelige forvaltningsretlige regler påpege fejl i det faktiske eller retlige grundlag.

5.3. WACC-modellen som udgangspunkt for vurderingen af en "rimelig forrentning"

196. Til vurdering af hvilken forrentning, der i forhold til EGJ Varme kunne anses for "rimelig", anvendte Energitilsynet i sin afgørelse af 30. november 2009 en WACC-model. Energitilsynet fandt således ikke, at en forrentning af hele indskudskapitalen med den lange obligationsrente + 1 % kunne anses for rimelig.

197. Energiklagenævnet fastslog i sin afgørelse af 9. november 2010, at vurderingen af, om en given forrentning af indskudskapital kan anses for rimelig, kan tage afsæt i den af Energitilsynet anvendte WACC-model, således at modelberegningerne kan indgå som et element ved vurderingen af, om en anmodning om forrentning af indskudskapital er rimelig.

198. Sekretariatet tager herefter ved vurderingen af, hvilken forrentning, der kan anses for "rimelig", udgangspunkt i ovennævnte WACC-model.

199. Det bemærkes i forbindelse hermed, at fastsættelsen af WACC-renter hviler på en række vanskelige skøn, og at kvalificeringen af såvel modellen som sådan, som de enkelte parameterværdier er behæftet med usikkerhed.

i loven. Man taler i disse tilfælde om, at forvaltningen er overladt et skøn. Dels er der en vis grad af valgfrihed med hensyn til, hvilke præmisser der skal lægges til grund for afgørelsen og hvilken vægt de skal tillægges, dels kan der være valgfrihed i relation til fastsættelse af afgørelsens indhold." Se UfR 2005.1141 Ø, hvor landsretten ikke fandt, at sagsøger havde godtgjort, at det af Naturklagenævnet udøvede forvaltningsretlige skøn var åbenbart urigtigt, hvorfor nævnet blev frifundet. I UfR 2006.3004 fandt Højesteret ikke, at sagsøger havde godtgjort, at Naturklagenævnet i forbindelse med skønsudøvelsen ikke havde foretaget den nødvendige afvejning af modstående hensyn, ligesom det ikke fandtes godtgjort, at nævnet havde inddraget andet end saglige og lovlige kriterier. Se også UfR 2010.1599 H, som er nævnt i forgående note.

³⁵ Gammeltoft-Hansen m.fl., "Forvaltningsret", 2. udgave, 2002, side 447: "*Som et grundlæggende princip i forvaltningsretten gælder, at det påhviler den enkelte forvaltningsmyndighed selv, eventuelt i samarbejde med andre myndigheder, at fremskaffe nødvendige oplysninger om de foreliggende sager eller dog at foranledige, at private, navnlig parterne, yder medvirken til sagens oplysning*". Se også Jon Andersen, "Forvaltningsret - sagsbehandling, hjemmel og prøvelse", 7. udgave, 2010, side 56 og Steen Rønsholdt, "Forvaltningsret - Retssikkerhed, proces og sagsbehandling", 3. udgave, 2010, side 369-372.

200. Energitilsynets WACC-model anvendes til at beregne to rentesatser. En "høj rente" svarende til forrentning af egenkapital og en "lavere rente" svarende til forrentningen af fremmedkapital. Disse rentesatser genberegnes årligt.

201. Baggrunden for, at der opereres med to rentesatser er, at det er Energitilsynets opfattelse, at en rimelig forrentning er ensbetydende med, at varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme, skal have en forrentning svarende til den, en konkurrenceudsat virksomhed med samme risikoprofil ville have fået.

202. En almindelig konkurrenceudsat virksomhed vil være finansieret både ved egen- og fremmedkapital. Ingen konkurrenceudsat virksomhed vil således være funded med 100 pct. egenkapital. Baggrunden herfor er hovedsageligt, at finansiering med fremmedkapital er billigere end finansiering med egenkapital, og en sådan virksomhed vil derfor være nødt til at tilstræbe en fornuftig gearing. Da risikoen på egenkapital vil være højere end risikoen på fremmedkapital, vil renten på egenkapital derfor også naturligt være højere end renten på fremmedkapital. At egen- og fremmedkapital er udsat for differentieret risiko, udtrykkes således i de ovenfor nævnte forskellige rentesatser ("den høje rente" og "den lavere rente").

203. En del af indskudskapitalen kan herefter forrentes med "den høje rente", mens den resterende del kan forrentes til "den lavere rente".

204. Hvilken gearing (forholdet mellem egen- og fremmedkapital), der skal lægges til grund, er - modsat f.eks. på naturgasområdet³⁶ - ikke fastsat i lov eller bekendtgørelse og beror derfor på Energitilsynets skøn.

205. Når WACC anvendes ved værdiansættelse af virksomheder, anvendes ofte den enkelte virksomheds langsigtede kapitalstruktur.³⁷ Reguleringsmyndigheder, der anvender en WACC-model, anvender imidlertid i stedet ofte en på forhånd fastlagt hensigtsmæssig gearing i stedet for virksomhedens faktiske eller langsigtede kapitalstruktur.

206. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 om gearingen principalt anført, at den fulde indskudskapital, som følge af selskabets kapitalstruktur, bør forrentes som egenkapital og dermed til den "høje rente". Subsidiært er det EGJ Varmes opfattelse, at en kapitalstruktur på 40 pct. fremmedkapital og 60 pct. egenkapital bør anvendes.

207. Som begrundelse har EGJ Varme anført følgende:

"Det bemærkes, at det på grundlag af Energitilsynets fortolkning af retsgrundlaget hverken var eller er muligt for EGJ Varme at ændre sin kapitalstruktur... EGJ Varme er således retligt og faktisk bundet af den eksisterende kapitalstruktur. Dette gælder naturligvis i særlig grad i 2003-2010, da kapitalstrukturen ikke kan ændres med tilbagevirkende kraft. Fremadrettet kan kapitalstrukturen imidlertid heller ikke ændres, medmindre der sker æn-

³⁶ Der henvises til § 12, stk. 1, 3 pkt., i bekendtgørelse nr. 1401 af 14. december 2009, om indtægtsrammer og åbningsbalancer for naturgasdistributionselskaber.

³⁷ Side 52 i FSR notat, medtaget i uddraget i bilag 15.

dringer i retsgrundlaget (som dette fortolkes af Energitilsynet) eller Energitilsynets fortolkninger heraf, eller der foretages betydelige lånefinansierede investeringer.

Derfor bør den fundne indskudskapital forrentes som egenkapital.

Såfremt en fiktiv kapitalstruktur uanset dette skal lægges til grund ved beregningen af forrentning, er det EGJ Varmes opfattelse, at en kapitalstruktur på 60 % egenkapital og 40 % fremmedkapital ikke kan anses for urimelig, idet dette afspejler sammenlignelige udenlandske varmforsyningsselskabers (multiforsyninger) gennemsnitlige kapitalstruktur.

...

Såfremt WACC-metoden anvendes korrekt i det foreliggende tilfælde, har valget af kapitalstruktur dog ingen væsentlig betydning for den samlede forrentning."

208. Energiklagenævnet har i sin afgørelse af 9. november 2010 i relation til spørgsmålet om gearing fastslået, at der som udgangspunkt bør ske en differentiering af egen- og fremmedkapitalen i forhold til, hvorledes forrentningen skal ske. Desuden bemærkede nævnet, at egenkapital som udgangspunkt bør have en højere forrentning end fremmedkapital, idet risikoen ved at stille egenkapital til rådighed generelt er større. Endelig tiltrådte Energiklagenævnet, at der ikke skal gives den fulde egenkapital en risikopræmie, da en del af kapitalen reelt fungerer som lånekapital.

209. Sekretariatet forstår Energiklagenævnet således, at nævnet er enig med Energitilsynet i, at den fulde indskudskapital ikke skal forrentes som egenkapital og dermed til den "høje rente", men at det netop er sagligt og relevant, at der sker en differentiering i overensstemmelse med, hvad der gælder for en almindelig konkurrenceudsat virksomhed.

210. Det er på denne baggrund Sekretariatets vurdering, at EGJ Varmes ønske om en gearing på 100 pct. egenkapital og 0 pct. fremmedkapital er urimelig, og at der netop må ske en differentiering.

211. En almindelig konkurrenceudsat virksomhed vil, som nævnt, være nødt til at have et hensigtsmæssigt forhold mellem egen- og fremmedkapital.

212. En konkurrenceudsat virksomhed med en meget lille risiko vil oftest kunne fremmedfinansiere en meget stor del af sit samlede kapitalbehov, hvilket, som anført, er billigere end finansiering med egenkapital. En virksomhed med større risiko vil på den anden side af långiver blive mødt med et krav om betaling af en højere rente samt et krav om en egenkapitalfinansiering af en vis størrelse.

213. For en konkurrenceudsat virksomhed med meget lav risiko vil det derfor være hensigtsmæssigt at have en forholdsvis høj gearing, hvilket samlet set vil give de laveste finansieringsomkostninger og dermed største overskud.

214. Sekretariatet vurderer, at der generelt er en meget beskeden risiko ved drift af varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme, hvilket således også tilsiger, at egenkapitalandelen i forhold til fremmedkapitalandelen skal være relativt lav.

215. At EGJ Varme har en beskeden risiko begrundes med, at varmforsyningsvirksomhederne har et naturligt monopol, at virksomhederne efter varmforsyningslovens § 20, stk. 1, har fuld omkostningsdækning for nødvendige omkostninger, herunder også uforudsete omkostninger og underskud fra foregående reguleringsperiode ("hvile-i-sig-selv" princippet), og at kunderne (forbrugerne) udover ovennævnte monopolsituation kan bindes til forsyningen gennem en tilslutningspligt, eller forsyningen kan sikre sig mod tab ved udtrædelsesgodtgørelse.

216. Sekretariatet bemærker i øvrigt, at den omstændighed, at EGJ Varme af historiske grunde har valgt en særlig kapitalstruktur, ikke skal komme varmfeforbrugerne til skade, og forbrugerne skal således ikke behandles anderledes end forbrugerne i en konkurrenceudsat virksomhed.

217. EGJ Varmes bemærkninger i brev af 17. marts 2011 om, at det hverken var eller er muligt for EGJ Varme at ændre sin kapitalstruktur, og at selskabet således ikke har mulighed for at erstatte indskudskapital med fremmedkapital, beror efter Sekretariatets opfattelse på den misforståelse, at begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven skulle være sammenligneligt med de selskabsretlige begreber egenkapital og indskudskapital. Dette er ikke tilfældet.

218. Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven er, som nævnt, et regulatorisk begreb.

219. EGJ Varmes "indskudskapital" i varmforsyningsloven er ikke udtryk for, at en kapital af denne størrelse på noget tidspunkt er indskudt i selskabet af ejerne, men er udtryk for, at EGJ Varme har valgt at opgøre den initiale indskudskapital efter administrationsgrundlaget, dvs. på baggrund af nedskrevne genanskaffelse-sværdier (og ikke på baggrund af selskabets bogførte værdier). Der henvises herom også til det nedenfor i punkt 5.5 anførte om tvangsbinding af kapital.

220. Sekretariatet finder videre, at den gearing, andre prisregulerende myndigheder har anvendt i forhold til andre virksomheder med lav risiko, sagligt kan inddrages i skønnet over, hvilken gearing der, i forhold til EGJ Varme, må anses for rimelig.

221. I tabel 2 fremgår den undersøgelse som Grant Thornton foretog i sin rapport af 7. maj 2009 over den gearing, som andre regulerende myndigheder har anvendt:

| Tabel 2 | Egenkapital (gearing) | Fremmedkapital (gearing) |
|---|----------------------------------|-------------------------------------|
| Statens Luftfartsvæsen (CPH) 2009 | 40 % | 60 % |
| Energitilsynet ved Naturgasdistributionsvirksomheder 2006-2009 | 30 % | 70 % |
| IT- og Telestyrelsen 2008 | 20 % | 80 % |
| | | |

| | | |
|--|---------------|---------------|
| GENNEMSNIT (DK myndigheder) | 30 % | 70 % |
| CAA (UK lufthavne) 2008 | 40 % | 60 % |
| Ofgem (UK gasdistribution) 2007 | 37,5 % | 62,5 % |
| Ofgem (UK transmissionsselskaber) 2006 | 40 % | 60 % |
| Ofgem (UK distributionsselskaber) 2004 | 42,5 % | 57,5 |
| Ofwat (UK vand- og spildevandsdistributionsselskaber) 2004 | 45 % | 55 |
| GENNEMSNIT (UK myndigheder) | 41 % | 59 % |
| TOTAL GENNEMSNIT | 35,5 % | 64,5 % |

Kilde: Grant Thornton

222. I forhold til tabel 2 bemærker Sekretariatet, at der for naturgasdistributionsvirksomheder, der til dels kan sammenlignes med varmforsyningsvirksomheder, på bekendtgørelsesniveau gælder et reguleringsmæssigt krav til gearing på 30/70 (egenkapital/fremmedkapital) ved beregning af indtægtsrammer³⁸.

223. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 yderligere henvist til PWC's notater af 15. marts 2011³⁹, hvori anføres, at "*det kan konstateres, at udenlandske varmforsyningselskaber har en gennemsnitlig kapitalstruktur (gæld/egenkapital) på 0,70 svarende til 38 % gæld og 62 % egenkapital... En rimelig 'teoretisk kapitalstruktur' kan derfor antages at være 40 % gæld og 60 % egenkapital*".

224. Hertil bemærkes, at Sekretariatet finder det mest relevant at inddrage, hvilken gearing andre regulerende myndigheder, herunder særligt danske, har anvendt.

225. EGJ Varme har endelig i brev af 17. marts 2011 anført, at der ikke er regulatorisk præcedens for at anvende en gearing på 30/70⁴⁰. I den forbindelse henviser EGJ Varme bl.a. til reguleringen (eller mangel på samme) af el-, vand- og varmforsyningsvirksomheder.

226. I relation til *elvirksomheder* har EGJ Varme henvist til den dagældende bekendtgørelse nr. 290 af 1. maj 2000 om indtægtsrammer og åbningsbalancer m.v. for netvirksomheder og transmissionsvirksomheder, hvor en gearing på 60/40 (egenkapital/fremmedkapital) blev anvendt.

227. Sekretariatet bemærker, at gearingen i bekendtgørelse nr. 290 af 1. maj 2000 anvendes på en anden måde, end den måde Sekretariatet anvender gearing efter WACC-modellen i nærværende sag. Den forrentning, som efter bekendtgørelsen kunne indregnes i indtægtsrammen, blev således fastsat på baggrund af netaktiverens værdi, som disse fremgik af virksomhedens regnskaber, og ikke som i denne sag på baggrund af genanskaffelsværdier (administrationsgrundlaget).

³⁸ Der henvises til § 12, stk. 1, 3 pkt., i bekendtgørelse nr. 1401 af 14. december 2009 om indtægtsrammer og åbningsbalancer for naturgasdistributionselskaber.

³⁹ Bilag 14.

⁴⁰ Bilag 8, EGJ Varmes uddybende klage af 4. februar 2010, side 43-44.

228. For så vidt angår *vand- og varmforsyningsvirksomheder*, har EGJ Varme korrekt påpeget, at der ingen regler eller praksis er om gearing af forrentningsgrundlaget.

229. Sekretariatet bemærker, at den omstændighed, at der ikke for vandforsyningsvirksomheder, og (indtil nu) for varmforsyningsvirksomheder, har været regler eller praksis om gearing, ikke er ensbetydende med, at der ingen anden relevant regulatorisk praksis er, som kan anvendes. Som eksempel henvises til den gearing, der er anvendt af Statens Luftfartsvæsen, IT- og Telestyrelsen samt af Energitilsynet for naturgasdistributionsvirksomheder, og som fremgår af tabellen ovenfor (tabel 2).

230. Den omstændighed, at der ingen regler og praksis er om gearing på vand- og varmforsyningsområdet, betyder ikke, at der ikke i anvendelsen af WACC-modellen kan opereres med en gearing, og Energiklagenævnet har da også, som nævnt, i sin afgørelse af 9. november 2010 tiltrådt, at det er sagligt og relevant, at der sker en differentiering.

231. På baggrund af ovenstående finder Sekretariatet, at EGJ Varmes subsidiære påstand om en gearing på 60 pct. egenkapital og 40 pct. fremmedkapital er urimelig.

232. Samlet set skønner Sekretariatet i stedet, at en gearing på omkring 30 pct. egenkapital og 70 pct. fremmedkapital er rimelig.

233. Sekretariatet lægger herved vægt på, at det forhold, at EGJ Varme har en beskeden driftsrisiko og derfor billigt vil kunne fremmedfinansiere en meget stor del af sit samlede kapitalbehov, tilsiger en lav gearing, idet en høj andel af egenkapital reelt indebærer betaling for en højere risiko, end EGJ Varme har, at den opgjorte indskudskapital efter varmforsyningsloven ikke er udtryk for den faktiske indskudte kapital, og at en gearing på 30/70 ligger tæt op ad den gearing, som andre regulerende danske myndigheder har anvendt, herunder særligt inden for naturgasdistributionsområdet, der til dels kan sammenlignes med varmforsyningsområdet.

234. Ved anvendelsen af en gearing på 30/70 vil et beløb svarende til 30 pct. af kapitalgrundlaget således som udgangspunkt blive forrentet med "den høje rente", mens den de resterende 70 pct. vil blive forrentet til "den lavere rente".

5.4. Parameterværdier for EGJ Varme

235. I Energitilsynets WACC-model indgik en række parametre, som var valgt på baggrund af Grant Thorntons gennemgang af reguleringen af brancher med konkurrence-, risiko- og reguleringsforhold, der kunne sammenlignes med kollektiv varmforsyning i Danmark.

236. Af disse parameterværdier finder EGJ Varme, at den risikofri rente, betaværdien samt gearingen skal reguleres i forhold til Energitilsynets afgørelse af 31. november 2009.

237. Som det fremgår af Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010, har Energitilsynet ikke tidligere på varmeforsyningsområdet taget stilling til spørgsmålet om opgørelse af indskudskapital på baggrund af nedskrevne genanskaffelse-sværdier samt forrentningen heraf.

238. Som følge heraf har Energitilsynet heller ikke tidligere fastsat de ovennævnte parametre i forbindelse med vurderingen af en rimelig forrentning af indskudskapital efter varmeforsyningslovens § 20, stk. 2 og afskrivningsbekendtgørelsens § 6.

239. Ved fastsættelsen af de parameterværdier, som den konkrete anvendelse af WACC-modellen forudsætter, er Energitilsynet overladt et vidt skøn.

240. I det følgende gennemgås Sekretariatets skøn over hvilke parameterværdier, der rimeligt bør indgå i WACC-modellen, idet der dog i forhold til spørgsmålet om gearing henvises til punkt 5.3 ovenfor.

5.4.1. Risikofri rente (r_f)

241. Indledningsvis bemærkes, at der både ved fastlæggelsen af egenkapitalforrentning (CAPM) og fremmedkapitalforrentning anvendes en risikofri rente som ét af flere parametre.

242. Den risikofrie rente er udtryk for den forrentning, som en investor vil kræve for at investere i et aktiv uden risiko. Renten på den toneangivende danske statsobligation er ofte anvendt som et estimat for den risikofrie rente, da sandsynligheden for misligholdelse er tæt på nul.

243. Størrelsen af den risikofri rente, der indgår i forrentningssatsen, er ikke fastsat i lov eller bekendtgørelse, og Energitilsynet er derfor overladt et skøn, herunder også i forhold til, om den risikofri rente f.eks. bør baseres på rente på en obligation med en løbetid på 1, 5 eller 10 år. Det var oprindeligt EGJ Varmes synspunkt, at selskabet i priserne skulle kunne indregne en forrentning, der blev beregnet på grundlag af en forrentningssats svarende til det årlige gennemsnit af den lange byggerente + 1 % af *den fulde* indskudskapital.

244. Med Energiklagenævnets anerkendelse af WACC-modellen som udgangspunkt for en rimelig forrentning har EGJ Varme frafaldet ovennævnte synspunkt. EGJ Varme har således ikke gjort gældende, at den risikofri rente i WACC-modellen bør baseres på den lange byggerente + 1 %. Sekretariatet finder på denne baggrund ikke grundlag for at redegøre yderligere for en hypotetisk anvendelse af den lange byggerente + 1 % i beregningen af forrentningsbeløbet.

245. Om den risikofri rente har EGJ Varme i brev af 17. marts 2011 i stedet påpeget, at denne generelt bør baseres på renten på en 10-årig statsobligation, da dette er i overensstemmelse med sædvanlig praksis ved værdiansættelsen af going concern virksomheder.

246. Sekretariatet forstår EGJ Varme således, at det er selskabets opfattelse, at den risikofri rente både ved fastlæggelsen af egenkapitalforrentning (CAPM) og fremmedkapitalforrentning skal baseres på renten på en 10-årig statsobligation.

247. Af EGJ Varmes brev af 17. marts 2011 fremgår bl.a. følgende i relation til den risikofri rente:

- Anvendelsen af renten på en 10-årig statsobligation er udtryk for sædvanlig markedspraksis, jf. FSR's "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele".
- De engelske el-, vand- og konkurrencemyndigheder anvender løbetider på mellem 5 og 20 år.
- IT- og Telestyrelsen anvender en 10-årig dansk statsobligation til brug for reguleringen af TDC's priser.
- SKAT støtter med henvisning til FSR valget af en 10-årig dansk statsobligation, jf. vejledningen "Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse", afsnit 4.1.2.2.

248. Sekretariatet skønner, at idet forrentning af indskudskapital efter afskrivningsbekendtgørelsen skal reguleres og godkendes årligt, så bør den risikofrie rente i WACC-modellen fastsættes med udgangspunkt i en rente, som ca. svarer til reguleringsperiodens længde.

249. Sekretariatet henviser til Independent Regulators Group (IRG)⁴¹, der i notat fra februar 2007 beskriver deres syn på de grundlæggende principper for implementering af WACC-beregninger samt best practice for disse.

250. IRG vurderer, at man i valget af løbetid for den obligation, der skal danne reference for den konkrete risikofrie rente, bør lægge vægt på enten investeringshorisonten, planlægningshorisonten eller reguleringshorisonten på det underliggende aktiv. Det fremhæves dog ikke af IRG, at én af ovenstående metoder er mere korrekt end andre.

251. Sekretariatet vurderer, at reguleringshorisonten udgør et administrativt enkelt grundlag, ligesom det danner et sikkert grundlag for fastsættelsen af løbetiden på den risikofri rente⁴².

252. Sekretariatet bemærker, at Energitilsynet også i tidligere afgørelser, hvor WACC-modellen har været anvendt, har lagt vægten på den reguleringsperiode,

⁴¹ Independent Regulatory Group (IRG) er en selvstændig netværksgruppe for europæiske regulerende myndigheder på teleområdet.

⁴² Se også punkt 17 i bilag 3 til Energitilsynets afgørelse af 28. september 2009 om indtægtsrammer for naturgasdistributionsselskaber for perioden 2010-2013.

der var relevant for den konkrete afgørelse, og ikke på investerings- og planlægningshorisonten.⁴³

253. For så vidt angår det af EGJ Varme anførte vedrørende FSR's faglige notat om værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele bemærkes, at notatets konklusioner ikke kan overføres til nærværende sag, der omhandler varmemeforsyningsvirksomheder, der er underlagt specielle regulatoriske begrænsninger.

254. Videre skal det i relation til EGJ Varmes henvisning til den engelske praksis bemærkes, at de regulerede engelske selskaber netop er underlagt længere reguleringsperioder, typisk på 5 år.

255. Endelig skal det påpeges, at den omstændighed, at IT- og Telestyrelsen anvender en 10-årig dansk statsobligation til brug for reguleringen af TDC's priser, ikke fører til en ændret vurdering. I den forbindelse henvises til, at IT- og Telestyrelsen selv i sin afgørelse bemærkede, at der ved fastsættelsen af den risikofri rente kunne argumenteres for anvendelsen af den gennemsnitlige rente på en dansk statsobligation med en kortere løbetid end 10 år⁴⁴.

256. De lange renter (som f.eks. renten på en 10-årig statsobligation) er i øvrigt tillagt en risikopræmie, som bl.a. dækker den større usikkerhed, der er forbundet med vurderingen af inflationsforventninger⁴⁵. Denne risiko har EGJ Varme ikke i lige så høj grad, da der netop sker årlig regulering.

257. Det bemærkes i den anledning, at det er en grundlæggende økonomisk sammenhæng, at jo højere risiko en investor vil løbe ved sin investering, desto højere rente kan investoren forvente at få og omvendt.

258. Som et resultat af ovenstående skønner Sekretariatet det mest rimeligt, at den risikofri rente fastsættes med udgangspunkt i en rente, som ca. svarer til reguleringsperiodens længde. Det skønnes således urimeligt, at anvende renten på en 10-årig statsobligation som approksimation for den risikofri rente, fordi den er tillagt en risikopræmie for bl.a. inflationsforventninger, som EGJ Varme ikke bør kompenseres for, da reguleringsperioden er årlig.

259. I Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 (om forrentning af indskudskapital i EGJ) valgte tilsynet på baggrund af Grant Thorntons konklusioner, at den risikofri rente ikke skulle være ens ved beregningen af henholdsvis egen- og

⁴³ Se f.eks. Energitilsynets afgørelse af 28. september 2009 (4/0806-0300-0009), hvor rentesatser på en 4- og 5-årig SWAP-rente blev anvendt som udtryk for den risikofri rente ved beregning af forrentning af henholdsvis egen- og fremmedkapital. Grundlaget for valg af SWAP var at følge reguleringsperioden så tæt som muligt. Energitilsynets afgørelse af 22. juni 2009 (4/0820-0200-0025), hvor WACC'en netop blev beregnet på grundlag af en risikofri rente baseret på en 10-årig statsobligation, hvilket skyldes, at reguleringsperioden var (og er) lang.

⁴⁴ IT- og Telestyrelsens afgørelse af 30. april 2009: "Det er yderligere styrelsens vurdering, at det er konservativt at anvende den gennemsnitlige rente på en 10-årig dansk statsobligation, eftersom der kan argumenteres for at anvende den gennemsnitlige rente på en f.eks. 1-årig dansk statsobligation, der har en lavere rente."

⁴⁵ Se kapitel 7 i Nationalbankens publikation "Finansiell styring" (2004).

fremmedkapital. Således blev den risikofri rente for den del af finansieringen, der kunne henføres til egenkapital, fastsat på baggrund af et treårigt gennemsnit af CIBOR-renten med en løbetid på 12 måneder (herefter CIBOR12-renten), mens tilsynet som approksimation for den risikofri rente ved beregning af fremmedkapitalforrentningen anvendte renten på et indeks af statsobligationer med 2-3 års løbetid⁴⁶.

260. I overensstemmelse med Energiklagenævnets hjemvisningsafgørelse finder Sekretariatet, at det er nødvendigt mere konkret at vurdere, om der fortsat er grundlag for at tage udgangspunkt i de samme parameterværdier som approksimation for den risikofri rente som ved forrige afgørelse.

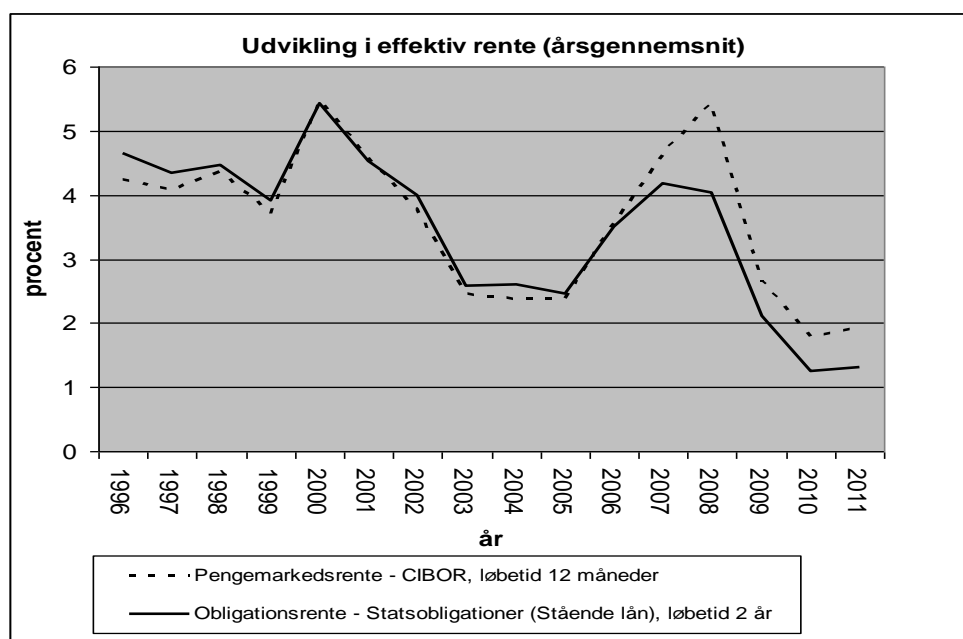
261. For så vidt angår beregningen af egenkapitalforrentningen (CAPM-modellen) var baggrunden for valget af CIBOR-12 renten (treårigt gennemsnit) som approksimation for den risikofri rente, at der ikke fandtes statsobligationer med en løbetid på ét år, og at CIBOR12-renten på daværende tidspunkt var en god approksimation for en risikofri rente med kort løbetid.

262. Som følge af finansmarkedernes udvikling har CIBOR12-renten imidlertid de seneste år udviklet sig på en sådan måde, at renten ikke længere i lige så høj grad som tidligere kan anses som en god approksimation for en risikofri rente med kort løbetid.

263. Sekretariatet har derfor overvejet, om renten på en 2-årig dansk statsobligation er en bedre approksimation for den risikofri rente.

264. Figur A illustrerer, hvordan CIBOR12-renten og renten på 2-årige statsobligationer har udviklet sig siden 1996 (årsobservationer, 1996-2011):

⁴⁶ Der henvises til punkt 225, 231 og 355-357 i Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 (om forrentning af indskudskapital i EGJ Varme).



Kilde: Nationalbankens hjemmeside.

265. Af figur A ses, at CIBOR12-renten og renten på den danske 2-årige statsobligation frem til og med 2006 har fulgt hinanden meget tæt. CIBOR12-renten var i perioden 1996 til 2006 ca. 0,1 pct. point *lavere* end renten på den danske 2-årige statsobligation.

266. CIBOR12-renten har siden 2007 været væsentligt *højere* end renten på den danske 2-årige statsobligation. CIBOR12-renten har således i perioden 2007-2011 i gennemsnit været 3,27 pct., mens renten på den danske 2-årige statsobligation i samme periode har været på 2,57 pct., dvs. en forskel på 0,7 pct. point. CIBOR12-renten på usikrede interbanklån (dvs. lån uden sikkerhedsstillelse mellem danske banker) har således været betydeligt højere end renten på danske 2-årige statsobligationer, som af investorer og kreditvurderingsinstitutter vurderes at være meget sikre med en meget begrænset risiko (AAA-rating).

267. Finanskrisen, som begyndte i august 2007, medførte, at selvom CIBOR12-renten kom på et meget lavt niveau, blev den øget markant i forhold til renten på mere sikre lån. Det skyldtes bl.a. øget modparts- og likviditetsrisiko, som betød, at pengeinstitutterne krævede en højere rente i deres usikrede udlånsforretninger.⁴⁷

268. Det generelle renteniveau er siden 2007 faldet betydeligt. Dette skyldes bl.a., at den amerikanske og europæiske centralbank har ført og fører en meget lempelig pengepolitik⁴⁸, og samtidig har statsgældsproblemerne i en række sydeuropæiske lande (bl.a. Grækenland, Italien og Spanien) gjort, at investorer har øget efter-

⁴⁷ Anders Jørgensen og Lars Risbjerg, "Aktuelle tendenser i pengemarkedet", Nationalbankens kvartalsoversigt, 3. kvartal 2010, side 117 (124).

⁴⁸ Se f.eks. "Aktuelle økonomiske og monetære tendenser" i Nationalbankens kvartalsoversigt, 1. kvartal 2012 (del 1).

spørgslen efter statsobligationer fra lande med høj kreditværdighed⁴⁹. Den lave statsobligationsrente er udtryk for, at såfremt en investor ønsker at investere i aktiver med meget beskednen risiko (tilnærmelsesvis risikofri aktiver), så vil renten af investeringen være tilsvarende beskednen.

269. Sekretariatet vurderer, at mens CIBOR12-renten i perioden frem til og med 2006 har været en rimelig retvisende approksimation for den risikofrie rente, så er dette fra 2007 og frem ikke længere tilfældet. Da renten på en 2-årig dansk statsobligation frem til og med 2006 har fulgt CIBOR12-renten, mens den fra 2007 og frem har været væsentligt lavere end CIBOR12-renten som følge af bankernes forøgede risiko, er det Sekretariatets vurdering, at CIBOR12-renten er urimelig at anvende som approksimation. Derimod skønner Sekretariatet det rimeligt, at den risikofrie rente i denne sag (perioden 2003-2010) ved beregning af egenkapital (CAPM-modellen) netop fastsættes med udgangspunkt i renten på 2-årige statsobligationer.

270. Desuden vurderes det, at den risikofrie rente bør beregnes årligt og på baggrund af et 3-årigt gennemsnit for at undgå effekt af kortsigtede ændringer eller udsving i den 2-årige statsobligationsrente. Det 3-årige gennemsnit beregnes på baggrund af de 3 forudgående år forud for det relevante reguleringsår. Dette skyldes, at Energitilsynet som udgangspunkt skal udmelde forrentningssatser for en reguleringsperiode nogle måneder, førend reguleringsperioden starter, således at selskaberne har tid til at tilrette priserne med virkning fra 1. januar i reguleringsperioden. Når den risikofrie rente f.eks. skal fastsættes for reguleringsperioden 2010, så sker det derfor på baggrund af et gennemsnit af renten på de 2-årige statsobligationer i perioden 2006-2009. Sekretariatet har i den forbindelse valgt medio juli året før reguleringsperioden som skæringsdato (dvs. medio juli 2006 – medio juli 2009), da dette giver Sekretariatet en rimelig periode til at bearbejde data og foretage det konkrete skøn over forrentningssatserne, inden forrentningssatserne udmeldes i efteråret året før reguleringsperioden.⁵⁰

271. Tabel 3 illustrerer et 3-årigt gennemsnit af renten på de 2-årige statsobligationer:

| Tabel 3 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Risikofri rente (Egenkapital) | 4,77 | 4,17 | 3,27 | 2,69 | 2,65 | 3,13 | 3,68 | 3,68 |

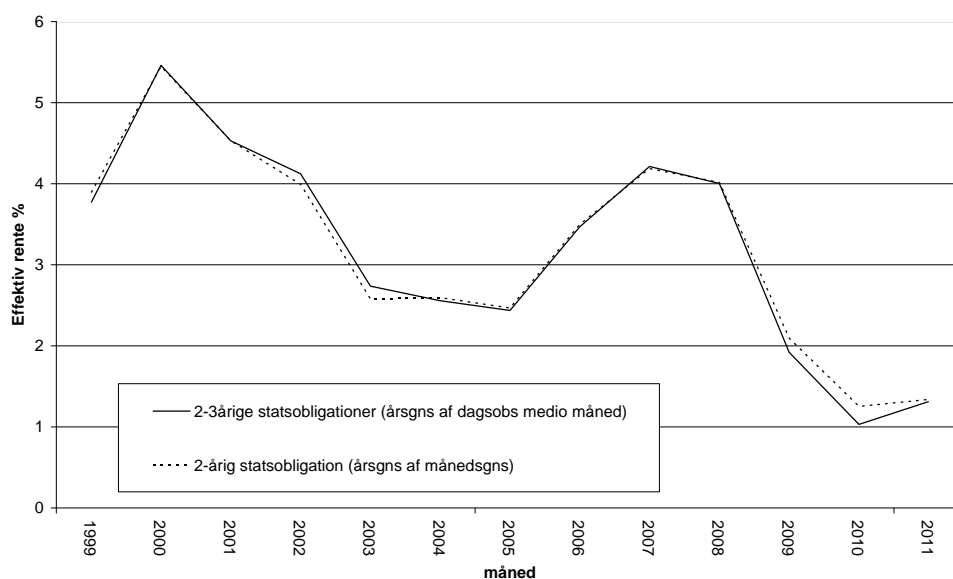
⁴⁹ Det gælder Danmark, men også Holland og Tyskland, hvor renten på statsobligationer på nuværende tidspunkt er på et historisk lavt niveau.

⁵⁰ Skæringsdatoen er således ændret nogle få måneder i forhold til Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 om forrentning af indskudskapital i EGJ Varme. Efter denne afgørelses punkt 244-45 blev beregningerne dengang foretaget med ultimo september året før reguleringsperioden som skæringsdato. Ændringen af skæringsdatoen er sket for at sikre Sekretariatet en lidt længere periode til at bearbejde data og foretage det konkrete skøn over forrentningssatserne, inden forrentningssatserne udmeldes. Ændringen af skæringsdato medfører nogle små forskydninger i forrentningssatserne mellem de enkelte år, men har over tid ikke betydning for det samlede forrentningsbeløb, da der er tale om små forskydninger.

272. For så vidt angår beregningen af fremmedkapitalforrentning, valgte Energitilsynet, som nævnt, i sin afgørelse af 30. november 2009 at basere den risikofri rente på renten på et indeks af statsobligationer med 2-3 års varighed, uagtet at CIBOR12-renten på daværende tidspunkt ansås for en god approksimation. Baggrunden herfor var, at dette grundlag også var anvendt ved estimeringen af den kreditrisikomargin (gældsrisikopræmien (r_s)), som også indgår i opgørelsen af fremmedkapitalomkostninger⁵¹.

273. Grant Thornton havde således estimeret gældsrisikopræmien (r_s) som spread (dvs. forskellen) mellem et indeks af virksomhedsobligationer udarbejdet af J.P. Morgan af A-rated forsyningsselskaber med 1-3 års løbetid og et indeks af statsobligationer med 2-3 års varighed⁵².

274. Sekretariatet har særligt overvejet, om den risikofri rente ved beregningen af fremmedkapital - ligesom ved beregningen af egenkapital - burde fastsættes med udgangspunkt i renten på en 2-årig dansk statsobligation med den samtidige konsekvens, at også gældsrisikopræmien måtte ændres. Som det fremgår af figur B nedenfor, er forskellen mellem renten på en 2-årig dansk statsobligation og renten på indekset af statsobligationer med 2-3 års løbetid meget beskedent, hvorfor Sekretariatet ikke finder anledning til at ændre approksimationen af den risikofri rente ved forrentningen af fremmedkapitalforrentningen i forhold til 2009-afgørelsen.



Kilde: Nationalbanken (2-årige statsobligationer) og Datastream (indeks for 2-3 årige statsobligationer).

⁵¹ Der henvises til punkt 355-357 i Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 (om forrentning af indskudskapital i EGJ Varme).

⁵² I bilag 6 har Grant Thornton angivet Datastream som kilde for sin estimering.

275. Sekretariatet skønner derfor, at den risikofri rente ved beregningen af fremmedkapitalforrentningen i WACC-modellen som udgangspunkt fortsat bør svare til renten på et indeks af statsobligationer med 2-3 års løbetid.

276. Tabel 4 illustrerer renten på indekset af statsobligationer med 2-3 års løbetid:

| Tabel 4 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Risikofri rente (Fremmedkapital) | 4,77 | 4,19 | 3,36 | 2,73 | 2,68 | 3,14 | 3,71 | 3,67 |

277. Sekretariatet vurderer, som nævnt, at den risikofri rente bør opgøres årligt og fastsættes på baggrund af et 3-årigt gennemsnit for derved at undgå effekt af kortsigtede ændringer eller udsving i indekset af statsobligationer med 2-3 års løbetid. Der henvises til punkt 270 ovenfor.

5.4.2. Markedsrisikopræmie ($r_m - r_f$)

278. Markedsrisikopræmien ($r_m - r_f$) er det merafkast, en investering i markedsindekset (typisk aktiemarkedsindekset) vil give investor, i forhold til en risikofri rente, som kompensation for den yderligere risiko ved at investere i markedsindekset.

279. I Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 blev markedsrisikopræmien i overensstemmelse med Grant Thorntons anbefaling estimeret til 4,5 pct. Til brug for estimeringen blev anvendt et langsigtet perspektiv, hvor der blev lagt størst vægt på de historiske markedsundersøgelser, som viste markedsrisikopræmier i intervallet 3,8-4,7 pct. og de langsigtede historiske analyser af markedsrisikopræmier i intervallet 2-5 pct.

280. EGJ Varme har ikke i forbindelse med sin klage til Energiklagenævnet over tilsynets afgørelse haft indvendinger mod estimeringen af markedsrisikopræmien, og Energiklagenævnet har heller ikke i sin hjemvisningsafgørelse af 9. november 2010 fastsat nogen retningslinjer herom.

281. Det kunne anføres, at det er teoretisk mest korrekt konsekvent at få reestimeret markedsrisikopræmien i lyset af, at der i denne afgørelse anvendes en 2-årig statsobligation som risikofri rente i beregningen af egenkapitalforrentningen og ikke CIBOR12-renten. Sekretariatet skønner dog, at dette ikke er nødvendigt at få reestimeret markedsrisikopræmien som følge heraf.

282. Hvis man skulle korrigere markedsrisikopræmien ville det efter Sekretariatets vurdering skulle ske ved at justere markedsrisikopræmien med spreaded (dvs. forskellen) mellem CIBOR12-renten og renten på 2-årige statsobligationer. Det er således den metode, som GrantThornton anvendte i perioden november 1995 til marts 2009, hvor GrantThornton korrigerede Nationalbankens historiske analyser baseret på en 10-årig statsobligation.⁵³ Forskellen mellem CIBOR12-renten og ren-

⁵³ Side 13 i rapporten "Rimeligt afkastkrav af indskudskapital for EnergiGruppen Jylland Varme A/S" af 7. maj 2009.

ten på 2-årige statsobligationer var i perioden 1996-2011 i gennemsnit kun 0,1 pct.-point. Det kunne isoleret set tale for at øge markedsrisikopræmien med 0,1 pct.-point. I modsat retning trækker dog, at den 2-årige statsobligationsrente i denne afgørelse også anvendes som risikofri rente i perioden 2003-06, hvor den var højere end CIBOR12-renten (jf. figur A), hvilket ved en reestimering af markedsrisikopræmien isoleret set vil reducere markedsrisikopræmien en smule.

283. Samlet set vurderes det, at fordi fastlæggelsen af markedsrisikopræmien er forbundet med usikkerhed og er fremkommet som et samlet skøn på baggrund af en lang række forskellige studier, og fordi der ud fra ovennævnte argumenter er tale om så beskedne potentielle justeringer af egenkapitalforretningssatsen (under 0,1 pct. point), ville en reestimering af den langsigtede markedsrisikopræmie, som følge af anvendelsen af en 2-årig statsobligationsrente frem for en CIBOR12-rente, ikke ændre Sekretariatets samlede skøn over den langsigtede markedsrisikopræmie – og dermed heller ikke Sekretariatets samlede skøn over en rimelig forrentning af indskudskapitalen i EGJ Varme. Det er derfor også Sekretariatets vurdering, at det ville være forbundet med unødigt ressourceforbrug og unødigt forlængelse af sagsbehandlingstiden at få lavet ovennævnte reestimering af markedsrisikopræmien.

284. I EGJ Varmes brev af 17. marts 2011 er vedrørende markedsrisikopræmien blot henvist til PWC's notat af 15. marts 2011⁵⁴, hvori PWC med henvisning til teori og praksis konkluderer, at det er deres vurdering, at markedsrisikopræmien bør fastsættes til 4,5 pct. i perioden 2003-2008 og 5,0 pct. for perioden 2009-2010.

285. Det skal konstateres, at Sekretariatet fastholder vurderingen af, at markedsrisikopræmien bør estimeres ved anvendelsen af et langsigtet perspektiv og som følge heraf, at markedsrisikopræmien kun bør reestimeres, såfremt der er indikationer på, at den langsigtede markedsrisikopræmie har ændret sig.

286. Sekretariatet skønner, at markedsrisikopræmien ligesom i afgørelsen af 30. november 2009 fortsat sagligt kan estimeres til 4,5 pct., idet den langsigtede markedsrisikopræmie ikke siden har ændret sig væsentligt. En markedsrisikopræmie i perioden 2009-2010 på 5,0 pct skønnes derfor urimelig.

287. Sekretariatet henviser i den sammenhæng til IT- og Telestyrelsens afgørelse af 12. april 2012 vedrørende fastsættelse af WACC i forbindelse med omkostningsdokumentation af priserne i TDC's standardtilbud. Ved afgørelsen vurderede IT- og Telestyrelsen, at der ikke var grundlag for at ændre den markedsrisikopræmie, som blev anvendt i den tilsvarende afgørelse fra 30. april 2009⁵⁵. Desuden bemærkes, at IT- og Telestyrelsen benyttede den samme markedsrisikopræmie i 2002, som styrelsen havde anvendt i sin afgørelse fra 30. april 2009 i forbindelse med LRAIC fastnet-modellen.⁵⁶

288. Selvom IT- og Telestyrelsen i ovennævnte afgørelser anvendte en markedsrisikopræmie, der var estimeret på baggrund af en 10-årig statsobligation (og ikke

⁵⁴ Bilag 14, side 9-10.

⁵⁵ IT- og Telestyrelsens afgørelse af 30. april 2009 om fastsættelse af WACC i forbindelse med omkostningsdokumentation af priserne i TDC's standardtilbud".

⁵⁶ Se side 3 i IT- og Telestyrelsens afgørelse af 12. april 2012.

en 2-årig statsobligation), ændrer det ikke ved, at den langsigtede markedsrisikopræmie ikke blev skønnet at have ændret sig væsentligt i perioden 2002-2011.

5.4.3. Gældsrisikopræmie (r_s)

289. Gældsrisikopræmien (r_s) udtrykker det merafkast, fremmedfinansieringen opnår i forhold til den risikofri rente.

290. Den risikofri rente indgår således i opgørelsen af gældsrisikopræmien, og det er derfor afgørende, at denne rente anvendes konsekvent ved beregning af fremmedkapitalens afkastkrav (K_d).

291. I Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009 anvendtes i overensstemmelse med Grant Thorntons anbefaling som gældsrisikopræmie spreaded (dvs. forskellen) mellem et indeks af virksomhedsobligationer udarbejdet af J.P. Morgan af A-rated forsyningsselskaber med 1-3 års løbetid og et indeks af statsobligationer med 2-3 års varighed⁵⁷. Dette medførte samtidig, at den risikofri rente ved beregningen af fremmedkapital blev fastlagt på baggrund af indekset af statsobligationer med 2-3 års varighed.

292. EGJ Varme har ikke gjort indsigelser mod, at gældsrisikopræmien kan beregnes som spreaded mellem et indeks af virksomhedsobligationer udarbejdet af J.P. Morgan af A-rated forsyningsselskaber med 1-3 års løbetid og en given statsobligationsrente.

293. EGJ Varme har imidlertid, som nævnt, i sit brev af 17. marts 2011 gjort gældende, at den risikofri rente bør fastsættes med udgangspunkt i renten på en 10-årig dansk statsobligation, hvorfor den statsobligation, der skal indgå i beregningen af gældsrisikopræmien, derfor også bør fastlægges med udgangspunkt i obligationer med en løbetid på 10 år⁵⁸.

294. Som nærmere redegjort for i afsnit 5.3 finder Sekretariatet det rimeligt, at den risikofri rente fastsættes med udgangspunkt i en rente, som ca. svarer til reguleringsperiodens længde, og ikke på baggrund af renten på en 10-årig statsobligation.

295. Desuden skønner Sekretariatet, som nævnt i punkt 275, at renten på et indeks af statsobligationer med 2-3 års løbetid fortsat er en god approksimation for den risikofri rente, hvorfor dette indeks også fortsat anvendes ved beregningen af gældsrisikopræmien.

296. Sekretariatet vurderer, at gældsrisikopræmien (og den tilhørende risikofri rente) bør opgøres årligt, og fastsættes på baggrund af et 3-årigt gennemsnit for derved at undgå effekt af kortsigtede ændringer eller udsving i indekset af statsobligationer med 2-3 års løbetid. Der henvises til punkt 270 overfor.

⁵⁷ I bilag 6 har Grant Thornton angivet Datastream som kilde for sin beregning.

⁵⁸ Se side 4-6 i bilag 13 og side 37 i bilag 8.

297. Tabel 5 illustrerer gældsrisikopræmien beregnet på baggrund af et indeks af statsobligationer med 2-3 års løbetid.

| Tabel 5 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gældsrisiko-præmie (Fremmedkapital) | 0,42 | 0,47 | 0,43 | 0,37 | 0,29 | 0,26 | 0,42 | 0,80 |

Kilde: Energitilsynet og Datastream

5.4.4. Beta (β_e)

298. Parameterværdien i WACC-modellen for egenkapitalrisikoen, kaldet beta, er ikke fastsat i lov eller bekendtgørelse og beror derfor på Energitilsynets skøn.

299. Fastlæggelsen af egenkapitalrisikoen afhænger udover den driftsmæssige risiko også af selskabets kapitalstruktur, dvs. forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital, og kaldes derfor også gearet beta (β_e). Egenkapitalrisikoen (β_e) kan imidlertid ikke estimeres direkte for EGJ Varme, bl.a. fordi virksomheden ikke er børsnoteret. I stedet kan egenkapitalrisikoen (β_e) estimeres indirekte ved at se på såkaldt ugearede betaværdier for sammenlignelige selskaber og så efterfølgende beregne den gearede beta ud fra formlen:

$$\beta_e = \beta_{\text{ugearet}} * (1 + (\text{fremmedkapitalandelen}/\text{egenkapitalandelen})).$$

300. Den ugearede beta (β_{ugearet}) er korrigeret for virksomhedens finansielle gearing og er således udelukkende udtryk for den driftsmæssige risiko.⁵⁹

301. Om fastsættelsen af den ugearede beta har EGJ Varme i brev af 17. marts 2011 med henvisning til PWC's notat af 15. marts 2011 påpeget, at denne bør baseres på en værdi på 0,40. EGJ Varme har henvist til følgende:

- Den engelske myndighed på vandforsyningsområdet, Ofwat, anvender en ugearet betaværdi på 0,40 ved regulering af de engelske vandselskaber i perioden 2010-2015.
- Energitilsynet har anvendt en ugearet beta på 0,40 for naturgastransmissions- og distributionsvirksomheder, jf. Energitilsynets afgørelser af 25. april og 29. august 2005.
- Betaværdien for sammenlignelige europæiske selskaber ligger i intervallet 0,2 - 0,63 (før blume-justering).

302. Indledningsvis bemærker Sekretariatet, at det ikke er muligt til varmeområdet direkte at overføre den betaværdi på 0,40, som Energitilsynet tidligere har anvendt for naturgasdistributionsselskaber (indtægtsrammer for 2006-2009), og som

⁵⁹ Jf. side 15 i bilag 6. Som tidligere forklaret anvendes en kapitalstruktur på 30% egenkapital og 70% fremmedkapital.

den engelske myndighed på vandforsyningsområdet, Ofwat, forudsætter, er udgangspunktet ved regulering af de engelske vandselskaber.⁶⁰

303. Således findes såvel naturgasdistributionsselskaberne som de engelske vandforsyningsselskaber at have større reguleringsrisiko end de danske varmforsyningsevirkninger, herunder EGJ Varme. Desuden har naturgasdistributionsselskaberne større markedsmæssig risiko end de danske varmforsyningsevirkninger, herunder EGJ Varme. Der henvises til punkt 317-318 nedenfor.

304. Energitilsynet bemærker i øvrigt, at Ofwat selv i sin betaværdifastsættelse er opmærksom på⁶¹, at forudsætningen om en ugearet beta på 0,40 ligger i den høje ende i forhold til konsulentvirksomheden Europe Economics tilsvarende observationer⁶².

305. Som fastslået af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010, har betaværdien stor betydning for forrentningens størrelse, og Sekretariatet har derfor i sit skøn særligt været opmærksom på vurderingen af denne.

306. Sekretariatet finder overordnet, at betaværdien for EGJ Varme bør fastsættes lavt i forhold til den gennemsnitlige risiko på aktiemarkedet, idet der, som nævnt, er en meget beskednen risiko ved driften af EGJ Varme. Der henvises til punkt 215 ovenfor.

307. Den eneste reelle risiko for EGJ Varme er, at virksomheden går konkurs, fordi forbrugerne forlader varmforsyningen, f.eks. på grund af så høje varmepreiser, at alternativ opvarmning bedre kan betale sig. Denne risiko finder Sekretariatet uhyre beskednen med en sandsynlighed tæt på nul. I den forbindelse bemærkes, at EGJ Varme er blandt de 25 pct. billigste varmforsyninger i Danmark, og dermed blandt de forsyninger, der er mest konkurrencedygtige i forhold til alternative opvarmningsformer.

308. Sekretariatet skønner således overordnet, at betaværdien (ugearet) for EGJ Varme bør fastsættes lavere end 0,40 og som følge af den minimale driftsrisiko derfor tættere på 0. Der er derfor også Sekretariatets vurdering, at den af EGJ Varme anmodede betaværdi (ugearet) på 0,40, er urimelig.

309. Det er herefter Sekretariatets opfattelse, at beta (ugearet) blandt ét af flere momenter sagligt kan vurderes med udgangspunkt primært i sammenlignelige selskaber, eller hvor andre regulerende myndigheder har en fastlagt praksis.

310. I Grant Thorntons rapport af 7. maj 2009⁶³, som blev udarbejdet til brug for Energitilsynets oprindelige vurdering af en rimelig forrentning af indskudskapital

⁶⁰ Energitilsynet bemærker, at tilsynet ved afgørelse af 28. september 2009 nedjusterede betæen fra 0,40 til 0,35 i forbindelse med udmeldelsen af indtægtsrammer for 2010-2013.

⁶¹ Ofwat, Future water and sewerage charges 2010-15: Final determination: "Our Equity beta of 0,9 at the 57,5 % notional level of gearing derives from a asset beta of 0,4. The assumptions are at the high end of Europe Economics' beta observations, but reflect the fact, that we are setting price limits at a time of market uncertainty."

⁶² Europe Economics er en konsulentvirksomhed specialiseret i bl.a. økonomisk regulering.

⁶³ Bilag 6.

for EGJ Varme, er følgende ugearede betaværdier (tabel 6) anført for 4 primært sammenlignelige selskaber:

| Tabel 6 | | | |
|---|---------------------------------------|---------------------------|---------------------|
| Reguleret selskab | Aktivitet | Reguleringsperiode | Ugearet beta |
| ETS (naturgasdistributionsselskaberne: Dong, Naturgasfyn og HNG /Midt-Nord) 2006-2009 ⁶⁴ | Naturgas | 4 år | 0,40 |
| United Utilities Group | Vand og elektricitet | 5 år | 0,18 |
| Pennon Group | Vand, kloakering og affaldshåndtering | 5 år | 0,14 |
| Seven Trent | Vand, kloakering og affaldshåndtering | 5 år | 0,08 |
| Gennemsnit (ugearet beta) | | | 0,20 |

Kilde: Grant Thorntons rapport af 7. maj 2009 (bilag 6)

311. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 med henvisning til uddybende klage af 4. februar 2010 påpeget, at det er en fejl, at betaværdien for naturgasdistributionsselskaberne i tabel 6 alene er vægtet som ét selskab, samt at betaværdien bør fastsættes ud fra en bredere analyse baseret på selskaber fra flere lande. I forlængelse heraf har EGJ Varme, som nævnt, henvist til, at betaværdien for sammenlignelige europæiske selskaber ligger i intervallet 0,2 - 0,63 (før blume-justering).

312. Sekretariatet bemærker, at Sekretariatet finder det sagligt og relevant, at betaværdien for naturgasdistributionsselskaberne alene er vægtet som ét selskab, uagtet at Energitilsynets afgørelse af 29. august 2005 omhandler indtægtsrammer for 3 selskaber (Dong, Naturgasfyn og HNG /Midt-Nord) i 2006-2009.

313. Betaværdien for naturgasdistributionsselskaberne er således ikke baseret på en separat risikovurdering for det enkelte selskab, men på ét samlet skøn. Videre påpeges, at betaværdien for de 3 naturgasdistributionsselskaber bl.a. er skønnet på baggrund af andre regulerende forsyningsmyndigheder uden en konkret analyse af reguleringsmodel, markedsindeks, længde af analyse og observationsfrekvens.

314. Sekretariatet finder i øvrigt, at de af Grant Thornton anvendte 4 primært sammenlignelige selskaber (herunder naturgasdistributionsselskaberne som ét selskab), danner et sagligt udgangspunkt for vurderingen af den ugearede beta.

315. Det er således Sekretariatets opfattelse, at det afgørende er at se på sammenlignelige selskabers reguleringsmodel og dermed risikoprofil og ikke selskabets geografiske placering.

⁶⁴ Energitilsynets afgørelse af 29. august 2005 om indtægtsrammer for naturgasdistributionsselskaber 2006-2009.

316. Sekretariatet henviser til, at de 4 primært sammenlignelige selskaber til en vis grad er underlagt samme reguleringsmodel og driftsrisiko. Selskaberne anses således alene for at være udsat for få substitutionsmuligheder, ligesom en eventuel over- eller underdækning i et vist omfang kan blive dækket via en efterfølgende regulering, hvilket mindsker selskabernes risiko.

317. Selvom de 4 selskaber anses for primært sammenlignelige, bemærker Sekretariatet samtidig, at reguleringsperioderne for dem alle er længere end for varmforsyningsvirksomheder i Danmark, herunder EGJ Varme, og dermed forbundet med større usikkerhed i omkostningerne inden for reguleringsperioden. Desuden er i hvert fald United Utilities underlagt et effektiviseringskrav.

318. Naturgasdistributionsselskaberne findes desuden at have større markeds-mæssig risiko end varmforsyningsvirksomheder i Danmark, herunder EGJ Varme. Det skyldes bl.a. forbrugerskift fra naturgas til fjernvarme og at, naturgasdistributionsvirksomheder er afhængige af prisen på ét brændsel (nemlig naturgas), mens varmforsyningsvirksomheder generelt har flere muligheder for brændsel og dermed mindre risiko for prisstigninger, hvilket gør at risikoen for, at forbrugerne substituerer væk fra fjernvarme, er mindre end ved naturgas.

319. For forsyningsvirksomhed med vand- og kloakeringsydelser vurderes markedsrisikoen at være mindre end for varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme. Det skyldes, kundernes substitutionsmuligheder for de leverede ydelser er mindre.

320. Grant Thornton har, som nævnt, fastsat den ugearede beta for de 4 primært sammenlignelige selskaber på baggrund af enten regulatorisk praksis eller egne beregninger. Der henvises til tabel 6 i punkt 310.

321. Den ugearede beta i tabel 6 på 0,40 for det primært sammenlignelige naturgasdistributionsselskab (naturgasdistributionsselskaberne vægtes alene som ét selskab) fremgår således direkte af den regulatoriske praksis fra Energitilsynet⁶⁵, mens den ugearede beta i tabel 6 for de øvrige 3 primært sammenlignelige engelske selskaber (United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent) på baggrund af Grant Thorntons egne beregninger er fastsat til henholdsvis 0,18, 0,14 og 0,08.

322. Grant Thorntons beregninger af betaværdien for de 3 primært sammenlignelige engelske selskaber bygger på følgende parameterverdier i tabel 7:

| Tabel 7 | Værdien for det enkelte parameter |
|-----------------------------------|--|
| Valuta | US dollar |
| Markedsindeks | MSCI "World" |
| Tidspunkt for analyse | April 2009 |
| Observationsfrekvens | Månedlige observationer |
| Længden af analyseperioden | 5-årig periode |

⁶⁵ Energitilsynets afgørelse af 29. august 2005 om indtægtsrammer for naturgasdistributionsselskaber 2006-2009.

323. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 med henvisning til uddybende klage af 4. februar 2010 påpeget, at Grant Thorntons beregninger af den ugearede beta for de 3 sammenlignelige engelske selskaber (United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent) er for lave i forhold til observationer fra andre kilder. EGJ Varme har i den forbindelse henvist til følgende:

- Den engelske myndighed på vandforsyningsområdet, Ofwat, har baseret sit valg af ugearet beta på en rapport af 22. oktober 2009 fra European Economics, hvoraf fremgår, at der er observeret ugearede betaværdier for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent på mellem 0,2 og 0,38.
- Den engelske myndighed Ofgem (gas og elektricitet) har baseret sit valg af ugearet beta på en rapport af 28. juli 2009 fra PWC, hvoraf fremgår, at der er observeret ugearede betaværdier for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent på mellem 0,21 og 0,42.
- Den engelske luftfartsmyndighed CAA har fået udarbejdet en analyse, hvoraf fremgår, at der er observeret ugearede betaværdier for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent på mellem 0,37 og 0,44.
- Den australske regulerende myndighed IPART har udarbejdet en analyse, hvoraf fremgår, at der er observeret ugearede betaværdier for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent på mellem 0,26 og 0,32.
- EGJ Varme har fået PWC til at foretage beregninger af beta for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent på henholdsvis 5 års månedlige observationer (juni 2004 og maj 2009) og to års ugentlige observationer (juni 2007 til maj 2009). Det fremgår heraf, at den ugearede beta er observeret til at være mellem 0,33 og 0,39 (5 års månedlige observationer) og mellem 0,37 og 0,46 (to års ugentlige observationer).

324. En grund til, at der er forskel på observationerne for de 3 primært sammenlignelige engelske selskaber er bl.a., at baggrunden for beregningen af ugearede betaværdier har været forskellig. Således bygger de observationer, som EGJ Varme henviser til, på andre parameterværdier end de værdier, som Grant Thornton har lagt til grund. Dette gør dog ikke, at Grant Thorntons observationer er usaglige, forkerte eller behæftede med fejl, og Sekretariatet finder derfor, at disse kan indgå i vurderingen af den ugearede beta.

325. Sekretariatet anerkender dog, at det er forbundet med betydelig usikkerhed at fastsætte den ugearede beta. Dette afspejles netop også af forskellene i de observationer af den ugearede beta for United Utilities Group, Pennon Group og Seven Trent, som EGJ Varme henviser til, ligesom det også er fastslået af Energiklagenævnet i afgørelsen af 9. november 2010, at betaværdien ikke kan fastsættes eksakt.

326. På baggrund af overstående skønner Sekretariatet imidlertid, at den ugearede beta for en varmforsyningsvirksomhed som EGJ Varme ligger et sted i intervallet 0,20 til 0,30, og at en betaværdi (ugearet) på mere end 0,30 under alle omstændigheder er urimelig.

327. Sekretariatet lægger hermed vægt på samtlige de observationer, der er gjort vedrørende de 4 primært sammenlignelige selskaber, herunder også observationerne fra de af EGJ Varme angivne kilder. Desuden lægges vægt på, at EGJ Varme har en meget beskeden risikoprofil, der er lavere end naturgasdistributionsselskabernes.

5.5. Tvangsbinding af kapital

328. I Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009, herunder i tilsynets WACC-model, er ikke inddraget hensynet til tvangsbinding af kapital.

329. Energiklagenævnet har i sin afgørelse af 9. november 2010 anført, at Energitilsynets WACC- model er baseret på, hvad en rationel investor skal have i forrentning for at indskyde egenkapital, og nævnet kan ikke udelukke, at en rationel investor i en sådan situation vil kræve et særskilt tillæg for illikviditet. Energiklagenævnet *"finder det på denne baggrund rimeligt, at Energitilsynet inddrager dette aspekt ved beregningen af forrentning af indskudskapital"*.

330. Sekretariatet forstår Energiklagenævnets præmisser således, at Energitilsynet på den ene side i sit skøn over, hvad der udgør en rimelig forrentning af indskudskapital, (pligtmæssigt) skal inddrage hensynet til en eventuel tvangsbinding af kapital. Men på den anden side forstår Sekretariatet Energiklagenævnet således, at hensynet ikke nødvendigvis medfører en forhøjelse af forrentningen, såfremt tilsynet konkret skønner, at dette ikke medfører en rimelig forrentning.

331. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 påpeget, at afkastkravet som følge af tvangsbinding af kapital skal forhøjes med 20 pct. svarende til et illikviditetstillæg på 0,7 -1,3 procent point afhængig af årets forrentning og kapitalstruktur.

332. EGJ Varmes beregninger er foretaget under forudsætning af, at hele indskudskapitalen som følge af regulatoriske forhold er bundet i virksomheden, således at *"EGJ Varme i praksis hverken helt eller delvist kan udlodde sin indskudskapital"*.

333. Som begrundelse for størrelsen af tillægget har EGJ Varme i øvrigt henvist til Fagligt Notat fra FSR (2002), hvori det anføres, at et illikviditetstillæg bør ligge i størrelsesordenen 0-6 procentpoint.

334. Baggrunden for EGJ Varmes opfattelse af, at der skal gives et tillæg for tvangsbinding af kapital, er, at Energitilsynets tilkendegivelser i afgørelsen af 30. november 2009 efter selskabets vurdering fører til, at den kapital, som EGJ Varme i 1981 anses for at have "indskudt" under varmforsyningslovens prisregime i realiteten ikke er til ejernes frie disposition, og at udlodning dermed p.g.a. regulatoriske forhold reelt er afskåret (og dermed tvangsbunden)⁶⁶.

335. Sekretariatet bemærker indledningsvis, at Fagligt Notat fra FSR (2002) ikke omtaler et tillæg som følge af regulatoriske begrænsninger. Notatet indeholder der-

⁶⁶ Der henvises til bilag 8, side 8-9 og 37-38.

imod en omtale af et tillæg for illikvide unoterede aktier, og dette kan ikke direkte overføres til situationen med begrænset mulighed for udlodning.

336. Sekretariatet bemærker herefter, at Sekretariatet ikke er enig i, at det er p.g.a. regulatoriske forhold, at EGJ Varme ikke kan udlodde den indskudskapital efter varmforsyningsloven, som selskabet har valgt at opgøre efter administrationsgrundlaget.

337. Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven er, som nævnt, et regulatorisk begreb, og begrebet er derfor ikke sammenligneligt med det selskabsretlige begreb indskudskapital, der i selskabsretlig forstand netop er udtryk for den reelt indskudte kapital.

338. Begrebet "indskudskapital" i varmforsyningsloven har alene betydning som grundlag for Energitilsynets godkendelse af ansøgninger om at kunne indregne en rimelig forrentning i forbrugerpriserne. Begrebet har ikke betydning i forhold til spørgsmålet om udlodning til selskabets aktionærer.

339. Som det fremgår af punkt 179, så ville EGJ Varmes initiale indskudskapital pr. 1. marts 1981 alene have udgjort ca. kr. 20 millioner, såfremt selskabet havde valgt at opgøre sin kapital med udgangspunkt i selskabets bogførte værdier.

340. EGJ Varme valgte i stedet at opgøre sin initiale indskudskapital til kr. 607.359.000 efter administrationsgrundlaget, der bygger på anvendelsen nedskrevne genanskaffelsværdier.

341. Den opgjorte indskudskapital, som EGJ Varme i 1981 anses for at have indskudt initialt, er således ikke udtryk for kapital, der reelt er skudt ind i selskabet, men er udtryk for opskrivninger som følge af, at EGJ Varme valgte at opgøre indskudskapitalen efter administrationsgrundlaget.

342. De opskrivninger af den initiale indskudskapital, som EGJ Varme har foretaget som følge af anvendelsen af administrationsgrundlaget, kan ikke anvendes til udlodning af udbytte, men dette skyldes ikke regulatoriske forhold.

343. Det samme gælder således for almindelige konkurrencesatte selskaber, der heller ikke kan foretage udlodninger på baggrund af opskrivninger, idet opskrivninger anses som bundne reserver⁶⁷.

⁶⁷ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber*, 2011, s. 392: "Et selskabs egenkapital falder i to dele. Den ene del er bundet, for så vidt som den ikke må anvendes til udbytte til kapitalejerne. Den anden del er fri, for så vidt som den kan anvendes til udbytte, såfremt uddeling af udbytte er forsvarligt, jf. SL § 180, stk. 2. Den bundne egenkapital er et beløb svarende til selskabskapitalen, reserver for opskrivninger, jf. ÅRL § 41, stk. 3, samt reserve for egne kapitalandele." Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 2007, s. 602: "Det er et grundlæggende princip, at ordinært udbytte alene kan uddeles på grundlag af frie (disponible) reserver, jf. ASL § 110, stk. 1 (APSL § 45, stk. 3). Dette omfatter overført overskud (årets resultat samt overført resultat fra tidligere år) og reserver ifølge selskabets seneste godkendte årsrapport med fradrag af overført overskud. Selskabets aktiekapital og bundne reserver kan dog ikke danne grundlag for udbyttebetalinger. De

344. På denne baggrund skønner Sekretariatet det urimeligt at påføre varmebrugere yderligere omkostninger i form af et tillæg for illikviditet, når heller ikke almindelige konkurrenceudsatte virksomheder kan foretage udlodninger på baggrund af opskrivninger.

345. Sekretariatet bemærker i øvrigt, at EGJ Varmes aktier i de senere år er blevet handlet flere gange, hvilket vidner om, at virksomhedens værdi har kunnet omsættes til likvider.

5.6. Korrektion for skattepligt

346. Et af EGJ Varme faktisk betalt skattebeløb, som vil kunne henføres til varmemforsyningsvirksomheden, vil som udgangspunkt være en nødvendig omkostning, der vil kunne indregnes i selskabets priser efter varmemforsyningslovens § 20, stk. 1.

347. I den forbindelse bemærkes, at der ved lov 622 af 11. juni 2010 blev indsat hjemmel i varmemforsyningslovens § 20, stk. 2, 1 pkt., til, at Klima- og Energiministeren kan fastsætte nærmere regler om, *hvordan* varmemforsyningsvirksomhederne prismæssigt skal forholde sig til sådanne faktiske betalte skattebeløb.

348. Af forarbejderne til lov 622 af 11. juni 2010 fremgår således følgende:

"Varmeforsyningslovens prisbestemmelser indeholder ikke regler om, hvordan de omfattede virksomheder prismæssigt skal forholde sig til skat. Som udgangspunkt må et betalt skattebeløb betragtes som en nødvendig omkostning, men da virksomhederne kan have forskellige skattebeløb, alt efter om skatten eksempelvis behandles skattemæssigt eller regnskabsmæssigt, herunder om beløbet aktuelt forfalder eller først skal betales på et senere tidspunkt, bør regelgrundlaget være af teknisk detaljeret karakter."

349. Efter Sekretariatets opfattelse bør kompensation for eventuelle skattebetalinger ske ved indregning af de faktiske skattebetalinger i virksomhedens priser. Kompensation for anslåede omkostninger til skat ved indregning i forrentningen af indskudskapital indebærer risiko for både over- og underkompensation og er derfor ikke hensigtsmæssig. I tilsynets afgørelse af 30. november 2009 er der derfor ikke inddraget et tillæg for skat i den godkendte forrentning af indskudskapital. Det beløb, der fremgår af afgørelsen, er således fremkommet uden hensyntagen til skattepligt.

350. Energiklagenævnet har i sin afgørelse af 9. november 2010 i relation til spørgsmålet om korrektion for skattepligt anført, at *"nævnet finder det rettest, at Energitilsynet ved sagens fornyede behandling tager stilling til dette som 1. instans"*.

bundne reserver, der er tale om, er fond for amortiserede aktier, reserve for egne aktier (jf. ÅRL § 35, der kræver, at der etableres en bunden reserve for egne kapitalandele som værn mod en udvanding af de bundne midler), reserve for opskrivning efter indre værdis metode, alle øvrige opskrivnings- og opreguleringsreserver samt de reserver, som efter selskabets vedtægter er bundne. Opskrivningsreserver er således en bunden reserve, der ikke kan anvendes til uddeling af udbytte eller ekstraordinært udbytte."

351. Sekretariatet forstår Energiklagenævnets præmisser således, at nævnet ønsker Energitilsynets stillingtagen til, om hensynet til korrektion for skattepligt kan eller pligtmæssigt skal inddrages i, hvad der udgør en rimelig forrentning af indskudskapital.

352. EGJ Varme har i brev af 17. marts 2011 med henvisning til tidligere indlæg anført, at hensynet til selskabets skattepligt er et sagligt, relevant og nødvendigt kriterium. EGJ Varme har i øvrigt henvist til følgende:

- Da EGJ Varme skal betale skat af det beløb, der indregnes til dækning af forrentning, er det nødvendigt at regulere beløbet herfor, således at beløbet efter skat svarer til det fastsatte afkast.
- Regulering af skat er udtrykkeligt fremhævet af Grant Thornton i notat af 26. april 2009 til Energitilsynet (bilag 14 i Energitilsynets afgørelse af 30. november 2009).
- Bemærkninger fra lektor Peder Harbjerg Nielsen, der påpeger, at "det afkastkrav man beregner i CAPM er investorernes krav til egenkapitalforrentning efter skat".
- I Energitilsynets afgørelser af henholdsvis 29. august 2005 og 28. september 2009 om indtægtsrammeregulering af naturgasdistributionsselskaberne, foretager Energitilsynet udtrykkeligt en tilsvarende korrektion for skat. I den forbindelse henvises særligt til punkterne 228 og 229 i afgørelsen af 29. august 2005.
- I bekendtgørelsen på naturgasområdet (1401/2009) er det udtrykkeligt fastslået, at der skal tages hensyn til skattepligt.
- En tilsvarende regulering for skat foretages af IT- og Telestyrelsen ved anvendelse af WACC-metoden til brug for regulering af TDC's priser.

353. Sekretariatet anerkender, med henvisning til de af EGJ Varme angivne synspunkter, at der ved virksomhedens prisfastsættelse kan medtages hensyn til korrektion for skattepligt.

354. Der foreligger imidlertid ikke nogen pligt for Energitilsynet til at inddrage hensynet til korrektion for skattepligt i tilsynets vurdering af, hvad der udgør en rimelig forrentning af indskudskapital.

355. Det bemærkes, at der ved denne vurdering netop er overladt Energitilsynet et betydeligt skøn, og til brug for dette skøn giver hverken forarbejderne til varmesyningslovens § 20, stk. 2, eller afskrivningsbekendtgørelsens § 6 megen vejledning⁶⁸.

⁶⁸ Gammeltoft-Hansen m.fl., Forvaltningsret, 2002, s. 356: "*Normalt vil forvaltningen være ret frit stillet både med hensyn til inddragelse og vægtning. Det kan dog være bestemt i loven, at visse kriterier er pligtmæssige eller skal indgå med en bestemt vægt i skønsudøvelsen.*"

356. På naturgasdistributionsområdet er der en direkte hjemmel til at indregne korrektion for skattepligt i den beregnede WACC, jf. § 12, stk. 1, 2. pkt., i bekendtgørelse nr. 1401 af 14. december 2009⁶⁹. Konsekvensen af en sådan hjemmel er, at hensynet til skattepligt skal inddrages i skønnet, uden at dette dog nødvendigvis medfører et tillæg for skat⁷⁰.

357. At det i lovgrundlaget på naturgasdistributionsområdet direkte fremgår, at der skal tages hensyn til skattepligt fik den naturlige følge, at Energitilsynet inddrog hensynet i sine afgørelser af 29. august 2005 og 28. september 2009 om indtægtsrammeregulering. For så vidt angår EGJ Varmes henvisning til punkterne 228 og 229 i afgørelsen af 29. august 2005, påpeger Sekretariatet, at selskabet mangler den mellemregning, at det i de efterfølgende punkter i afgørelsen fremgår, at de berørte selskaber ikke forventedes at have faktiske skattebetalinger i den pågældende reguleringsperiode, hvorfor Energitilsynet ikke fandt, at der skulle indregnes et skattetillæg.

358. På varmforsyningsområdet er der ikke en tilsvarende hjemmel som den i § 12, stk. 1, 2. pkt., i bekendtgørelse nr. 1401 af 14. december 2009, og pligten til at inddrage hensynet kan ikke overføres analogt.

359. Sekretariatet skal bemærke, at det af lektor Peder Harbjerg Nielsen anførte i EGJ Varmes i brev af 17. marts 2011 vedrører en generel betragtning om prissætning af kapitalandele (aktier). Citatet forholder sig ikke til WACC-beregningen i et tilfælde som det foreliggende, hvor en rimelig forrentning af indskudskapital skal fastsættes for en virksomhed, der er underlagt "hvile-i-sig-selv" regulering.

360. Den omstændighed, at korrektion for skat ikke er et pligtmæssigt hensyn indebærer, at det er frivilligt (fakultativt kriterium) for Energitilsynet, om hensynet skal inddrages i vurderingen af, hvad der udgør en rimelig forrentning af indskudskapital.

361. Sekretariatet har som nævnt valgt ikke at inddrage hensynet til skattepligt ved vurderingen af en rimelig forrentning af indskudskapital.

362. Dette begrundes med, at EGJ Varme ikke på nuværende tidspunkt har foretaget nogen faktiske skattebetalinger. Fremadrettet er der stor usikkerhed om, hvorvidt skattebetalinger, herunder størrelsen af disse, vil blive aktuelle, og faktiske betalte skattebeløb vil, som nævnt indledningsvis, som udgangspunkt være nødvendige omkostninger, der vil kunne indregnes i selskabets priser efter varmforsyningslovens § 20, stk. 1 ("hvile-i-sig-selv" princippet).

⁶⁹ § 12, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 1401 af 14. december 2009: "*Energitilsynet fastsætter den forrentningssats, der kan indregnes i indtægtsrammen, jf. § 11. Rentesatsen fastsættes for det enkelte selskab som en risikofri rente fastsat af Energitilsynet samt et risikotillæg, der afspejler risikoforhold og skattepligt i det enkelte selskab. Ved fastsættelsen af forrentningssatsen forudsættes en egenkapitalandel på 30 pct.*"

⁷⁰ Retstilstanden på naturgasområdet er således, at skat kun indgår ved beregning af WACC, hvis der er faktiske skattebetalinger i reguleringsperioden. Se Energitilsynets afgørelse af 29. august 2005, hvor tilsynet vurderede, at skattepligten ikke måtte formodes at føre til faktiske skattebetalinger i reguleringsperioden.

5.7. Beregning af afkast efter WACC-modellen

363. Med afsæt i WACC-modellen beregnes et udgangspunkt for Energitilsynets skøn over en rimelig forrentning af indskudskapital for EGJ Varme.

364. Som nævnt fastlægger WACC-modellen to rentesatser: a) en ”høj rente” svarende til forrentning af egenkapital, og b) en ”lavere rente” svarende til forrentning af fremmedkapital.

365. Sekretariatet har i sine overordnede beregningseksempler lagt nedenstående parameterverdier i tabel 8 til grund. I nedenstående beregningseksempler 1-5 er der anvendt forskellige parameterverdier for den ugearede betaværdi og for gearingen (dvs. andelen af egenkapital i forhold til andelen af fremmedkapital). I beregningseksempel 6 er anvendt de parameterverdier, som EGJ Varme selv ønsker, der skal anvendes.

| Tabel 8 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Risikofri rente (egenkapital) 2-årige danske statsobligationer (3-årigt gennemsnit - opdateres årligt) | 4,77 | 4,17 | 3,27 | 2,69 | 2,65 | 3,13 | 3,68 | 3,68 |
| Risikofri rente (fremmedkapital) 2-3-årige statsobligationer (3-årigt gennemsnit - opdateres årligt) | 4,77 | 4,19 | 3,36 | 2,73 | 2,68 | 3,14 | 3,71 | 3,67 |
| Gældsrisikopræmie (3-årigt gennemsnit - opdateres årligt) | 0,42 | 0,47 | 0,43 | 0,37 | 0,29 | 0,26 | 0,42 | 0,80 |
| Gearing | 30/70 | 30/70 | 30/70 | 30/70 | 30/70 | 30/70 | 30/70 | 30/70 |
| Markedsrisikopræmie | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Skat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tillæg for illikviditet | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Kilde: Energitilsynet

366. Sekretariatet har foretaget følgende 3 beregninger med hver sin betaværdi (ugearet) på henholdsvis 0,20, 0,25 og 0,30. Der henvises til punkt 326, hvoraf fremgår, at Sekretariatet skønner, at det er rimeligt, at den ugearede beta for EGJ Varme ligger i intervallet 0,20 til 0,30.

367. I nedenstående beregningseksempler 1, 2 hhv. 3 er den eneste forskel således, at der anvendes tre forskellige ugearede betaværdier på 0,20, 0,25 hhv.0,30.

Det ses, at desto højere ugearede betaværdi, der anvendes, desto større bliver den gearede betaværdi. En ugearet betaværdi på 0,20 medfører således en gearet betaværdi på 0,67, mens en ugearet betaværdi på 0,3 medfører en betaværdi på 1, jf. punkt 132-134 for en uddybning af, hvad betaværdier udtrykker og sammenhængen mellem ugearede og gearede betaværdier. Det ses også, at desto højere betaværdi der anvendes, desto mere øges "den høje rente" (egenkapitalforrentningen) og desto højere bliver dermed også den årlige forrentning og den heraf afledte prisvirkning. "Den lavere rente" (fremmedkapitalforrentningen) påvirkes derimod ikke af ændrede betaværdier, jf. også boks 2 i afsnit 4.5.2.

368. Det bemærkes i forhold til Sekretariatets nedenstående beregninger, at prisvirkningen er beregnet på baggrund af prisen på et "standardhus" med et areal på 130 m² og et årligt forbrug på 18,1 MWH⁷¹. På denne baggrund angiver prisvirkningen den øgede varmepris i % i forhold til, hvis forrentningen ikke havde været indregnet. For vurdering af prisvirkningen se afsnit 5.9 nedenfor.

Beregningseksempel 1 - betaværdi (ugearet) 0,20

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Beta (ugearet) | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Beta (gearet) | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 | 0,67 |
| "Høj rente" | 7,8 | 7,2 | 6,3 | 5,7 | 5,7 | 6,1 | 6,7 | 6,7 |
| "Lavere rente" | 5,2 | 4,7 | 3,8 | 3,1 | 3,0 | 3,4 | 4,1 | 4,5 |
| Indskudskapital | 607.359.000 | 643.568.887 | 678.416.982 | 709.230.007 | 736.832.820 | 764.637.151 | 796.884.100 | 836.013.218 |
| Forrentning kr. årligt | 36.209.887 | 34.848.096 | 30.813.024 | 27.602.813 | 27.804.330 | 32.246.950 | 39.129.117 | 43.012.009 |
| Prisvirkning | 17 % | 16 % | 13 % | 13 % | 14 % | 16 % | 18 % | 19 % |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 271.666.226,- | | | | | | | | |

kilde: Energitilsynet

Beregningseksempel 2 - betaværdi (ugearet) 0,25

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Beta (ugearet) | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Beta (gearet) | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 |
| "Høj rente" | 8,5 | 7,9 | 7,0 | 6,4 | 6,4 | 6,9 | 7,4 | 7,4 |
| "Lavere rente" | 5,2 | 4,7 | 3,8 | 3,1 | 3,0 | 3,4 | 4,1 | 4,5 |
| Indskudskapital | 607.359.000 | 644.936.437 | 681.310.979 | 713.807.907 | 743.219.364 | 772.936.934 | 807.273.017 | 848.762.900 |
| Forrentning kr. årligt | 37.577.437 | 36.374.542 | 32.496.928 | 29.411.458 | 29.717.570 | 34.336.083 | 41.489.883 | 45.611.939 |
| Prisvirkning | 17 % | 16 % | 14 % | 14 % | 15 % | 17 % | 19 % | 20 % |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 287.015.839,- | | | | | | | | |

Kilde: Energitilsynet

⁷¹ Et standardhus" et hus med et areal på 130 m² og et årligt forbrug på 18,1 MWH. Det er disse enheder, som Energitilsynet anvender i den løbende statistik med sammenligning af alle varmforsyningspriser, og som løbende offentliggøres på Energitilsynets hjemmeside.

Beregningseksempel 3 - betaværdi (ugearet) 0,30

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Beta (ugearet) | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,30 |
| Beta (gearet) | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| "Høj rente" | 9,3 | 8,7 | 7,8 | 7,2 | 7,2 | 7,6 | 8,2 | 8,2 |
| "Lavere rente" | 5,2 | 4,7 | 3,8 | 3,1 | 3,0 | 3,4 | 4,1 | 4,5 |
| Indskudskapital | 607.359.000 | 646.303.987 | 684.211.129 | 718.405.290 | 749.646.836 | 781.308.113 | 817.774.012 | 861.677.400 |
| Forrentning kr. årligt | 38.944.987 | 37.907.143 | 34.194.161 | 31.241.546 | 31.661.277 | 36.465.889 | 43.903.388 | 48.278.444 |
| Prisvirkning | 18 % | 17 % | 15 % | 15 % | 16 % | 18 % | 20 % | 22 % |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 302.596.844,- | | | | | | | | |

Kilde: Energitilsynet

369. I ovennævnte beregningseksempler blev anvendt en 30/70 gearing, dvs. 30 pct. egenkapital og 70 pct. fremmedkapital, jf. også punkt 200-234 om valg af gearing. I nedenstående beregningseksempler 4 er vist konsekvenserne af at anvende en gearing på 40 pct. egenkapital og 60 pct. fremmedkapital i beregningseksemplerne 1-3 i stedet for en gearing 30/70. For overskuelighedens skyld er alene vist effekten på den årlige forrentning og prisvirkning.

Beregningseksempel 4 - gearing 40/60

| Beta ugearet 0,20 samt gearing på 40/60 | | | | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Forrentning kr. årligt | 35.954.271 | 34.518.384 | 30.432.060 | 27.263.482 | 27.524.550 | 31.972.100 | 38.675.771 | 42.223.631 |
| Prisvirkning | 16% | 15% | 13% | 13% | 14% | 16% | 18% | 19% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 268.564.248 | | | | | | | | |
| Beta ugearet 0,25 samt gearing på 40/60 | | | | | | | | |
| Forrentning kr. årligt | 37.321.821 | 36.043.584 | 32.113.094 | 29.067.864 | 29.432.518 | 34.054.802 | 41.026.691 | 44.806.727 |
| Prisvirkning | 17% | 16% | 14% | 14% | 15% | 17% | 19% | 20% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 283.867.100 | | | | | | | | |
| Beta ugearet 0,30 samt gearing på 40/60 | | | | | | | | |
| Forrentning kr. årligt | 38.689.371 | 37.574.939 | 33.807.449 | 30.893.663 | 31.370.902 | 36.178.100 | 43.430.201 | 47.456.116 |
| Prisvirkning | 18% | 17% | 15% | 15% | 16% | 18% | 20% | 21% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 299.400.739 | | | | | | | | |

Kilde: Energitilsynet

370. I beregningseksempel 5 nedenfor er desuden vist konsekvenserne for den årlige forrentning og prisvirkningen af at anvende en gearing på 60 pct. egenkapital og 40 pct. fremmedkapital i beregningseksemplerne 1-3 i stedet for en gearing 30/70. Nedenstående gearing på 60/40 er den gearing, som EGJ Varme med henvisning til PWCs notater af 15. marts 2011 anfører som en rimelig, teoretisk kapitalstruktur, jf. punkt 223.

Beregningseksempel 5 - gearing 60/40

| Beta ugearet 0,20 samt gearing på 60/40 | | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Forrentning kr. årligt | 35.443.039 | 33.859.712 | 29.671.977 | 26.587.349 | 26.967.634 | 31.425.315 | 37.774.574 | 40.658.608 |
| Prisvirkning | 16% | 15% | 13% | 13% | 13% | 16% | 17% | 18% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 262.388.207 | | | | | | | | |
| Beta ugearet 0,25 samt gearing på 60/40 | | | | | | | | |
| Forrentning kr. årligt | 36.810.589 | 35.382.421 | 31.347.278 | 28.383.223 | 28.865.087 | 33.495.194 | 40.105.884 | 43.208.223 |
| Prisvirkning | 17% | 16% | 14% | 13% | 14% | 17% | 18% | 19% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 277.597.899 | | | | | | | | |
| Beta ugearet 0,30 samt gearing på 60/40 | | | | | | | | |
| Forrentning kr. årligt | 38.178.139 | 36.911.283 | 33.035.881 | 30.200.459 | 30.792.852 | 35.605.501 | 42.489.487 | 45.823.569 |
| Prisvirkning | 17% | 16% | 14% | 14% | 15% | 18% | 20% | 20% |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010: kr. 293.037.171 | | | | | | | | |

Kilde: Energitilsynet

371. Som det fremgår af beregningseksempel 5, så medfører en gearing på 60 pct. egenkapital og 40 pct. fremmedkapital en lavere samlet forrentning end beregningseksempel 4, hvor en gearing på 40 pct. egenkapital og 60 pct. fremmedkapital er anvendt. Dette skyldes, at der sker to modsatrettede effekter på forrentningsbeløbet ved at øge andelen af egenkapital. Den ene effekt er, at en større del af den samlede kapital vil blive forrentet til "den høje rente". Den anden effekt er at "den høje rente" falder. I disse beregningseksempler er sidstnævnte effekt kraftigere end førstnævnte effekt, hvilket er forklaringen på, at det samlede forrentningsbeløb reduceres, når egenkapitalandelen øges.

372. Årsagen til, at "den høje rente" falder, når egenkapitalandelen øges i modellen, er, at den gearede beta reduceres, når gearingen reduceres, og jo mindre den gearede beta bliver, desto lavere bliver "den høje rente".

373. I beregningseksempel 6 nedenfor har Energitilsynet foretaget en beregning af prisvirkningen før og efter skat ved anvendelsen af parametre og beregningsmetode og deraf følgende forrentningsbeløb, som EGJ Varme principalt og med henvisning til PWC's notat af 15. marts 2011 har gjort gældende, at tilsynet skal lægge til grund.

Beregningseksempel 6 - EGJ Varmes egne parameterværdier

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Risikofri rente (egen- og fremmedkapital) 10-årige danske statsobligationer | 4,7 | 4,2 | 4,3 | 3,1 | 3,7 | 4,4 | 4,3 | 3,5 |
| Gældsrisiko-præmie | 2,1 | 1,3 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,5 | 2,2 | 1,9 |
| Gearing (100 pct. egenkapital) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Markedsrisiko-præmie | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 5,0 | 5,0 |
| Beta (ugearet) | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Beta (gearet) | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Tillæg for illikviditet | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,1 |
| "Høj rente" | 6,5 | 6,0 | 6,1 | 4,9 | 5,5 | 6,2 | 6,3 | 5,5 |
| "Lavere rente" | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Indskudskapital | 607.359.000 | 654.397.854 | 701.435.972 | 753.126.191 | 797.446.162 | 850.259.426 | 913.937.055 | 983.118.434 |
| Forrentning kr. årligt | 47.038.748 | 47.038.118 | 51.690.220 | 44.319.970 | 52.813.264 | 63.677.629 | 69.181.379 | 65.145.360 |
| Prisvirkning (før skat) | 21 % | 21 % | 22 % | 21 % | 26 % | 32 % | 32 % | 29 % |
| Prisvirkning (efter skat 25 %) | 29 % | 28 % | 30 % | 28 % | 35 % | 42 % | 43 % | 39 % |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010 (før skat): kr. 440.904.688,- | | | | | | | | |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010 (efter skat på 25 %): kr. 587.872.917,- | | | | | | | | |

Kilde: PWC's notat af 15. marts 2011 (bilag 14) og Energitilsynet

5.8. Samlet skøn over en rimelig forrentning

374. Sekretariatet tager i sit samlede skøn over, hvad der for EGJ Varme kan anses som en rimelig forrentning af selskabets indskudskapital - i overensstemmelse med Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 - afsæt i den af Grant Thornton udarbejdede WACC-model.

375. WACC-modellen, herunder de tilhørende parametre, fordrer en række vanskelige skøn, og Sekretariatet har i den forbindelse særligt inddraget hensynet til, at en rimelig forrentning for EGJ Varme nogenlunde må svare til den forrentning, en konkurrenceudsat virksomhed med samme risikoprofil som en varmemeforsyningsvirksomhed, herunder EGJ Varme, ville kunne opnå.

376. Det er Sekretariatets vurdering, at der er en meget beskedne risiko ved driften af varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme. Dette begrundes med, at varmforsyningsvirksomhederne har et naturligt monopol, at virksomhederne efter varmforsyningslovens § 20, stk. 1, har fuld omkostningsdækning for nødvendige omkostninger, herunder også uforudsete omkostninger og underskud fra foregående reguleringsperiode ("hvile-i-sig-selv" princippet), og at kunderne (forbrugere) udover ovennævnte monopolsituation kan bindes til forsyningen gennem en tilslutningspligt, eller forsyningen kan sikre sig mod tab ved udtrædelsesgodtgørelse.

377. Den beskedne risikoprofil har især været medvirkende til, at Sekretariatet skønner, at den ugearede betaværdi for EGJ Varme må ligge et sted i intervallet 0,20 til 0,30.

378. Risikoprofilen er desuden inddraget i vurderingen af gearingen, idet en konkurrenceudsat virksomhed med en tilsvarende meget lille risiko forventes at ville kunne fremmedfinansiere en meget stor del af sit samlede kapitalbehov. Det er bl.a. på denne baggrund Sekretariatet i sin vurdering skønner at en gearing på omkring 30 pct. egenkapital og 70 pct. fremmedkapital må anses for rimelig, idet andre forhold, herunder anden regulatorisk særlig dansk praksis, ligeledes er inddraget i vurderingen.

379. For så vidt angår den risikofri rente, lægger Sekretariatet særlig vægt på, at renten på en 10-årig dansk statsobligation ikke er en relevant approksimation for den risikofri rente for EGJ Varme, idet de lange renter er tillagt en risikopræmie, som på grund af den korte reguleringsperiode ikke afspejler en tilsvarende risiko for EGJ Varme.

380. Sekretariatet finder i stedet, at renten på en dansk statsobligation med en løbetid så tæt på reguleringsperiodens længde giver den bedste approksimation for den risikofri rente. Da der ikke eksisterer danske 1-årige statsobligationer er det valgt at bruge 2-årige statsobligationer, som approksimation for den risikofri rente i egenkapitaldelen af WACC-beregningen. I fremmedkapitaldelen af WACC-beregningen er det valgt at bruge 2-3 årige statsobligationer som risikofri, hvilket også var tilfældet i Energitilsynets tidligere afgørelse af 30. november 2012.

381. Sekretariatet finder således ikke, at de parameterværdier, som EGJ Varme ønsker anvendt i WACC-beregningen, afspejler den meget beskedne risiko, der er ved driften af selskabet. Parameterværdierne findes derfor urimelige.

382. Det gælder i forhold til betaværdien (ugearet), som EGJ Varme ønsker skal fastsættes til 0,40, men det gælder også i forhold til gearingen, hvor EGJ Varme principalt ønsker, at hele virksomhedens indskudskapital forrentes som egenkapital, subsidiært at 60 pct. forrentes som egenkapital, og endelig gælder det i forhold til den risikofri rente, som EGJ Varme ønsker skal fastsættes på baggrund af renten på en 10-årig dansk statsobligation.

383. Med afsæt i WACC-modellen, herunder bemærkningerne hertil i afsnit 5.2-5.4 og beregningseksemplerne i afsnit 5.7, er det herefter Sekretariatets skøn, at en

forrentning af indskudskapital for EGJ Varme for perioden 2003-2010 årligt må ligge indenfor følgende intervaller (tabel 9):

| Tabel 9 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Intervaller i mio. kr. | 35-40 | 35-40 | 30-35 | 25-30 | 25-30 | 30-35 | 40-45 | 45-50 |

384. Som anført af Energiklagenævnet i afgørelse af 9. november 2010, kan WACC-modelberegningerne ikke erstatte det konkrete skøn, som Energitilsynet pligtmæssigt skal udøve i henhold til afskrivningsbekendtgørelsens § 6.

385. Sekretariatet skal derfor skønne, hvor i ovennævnte WACC-modelintervaller EGJ Varmes skal ligge, for at en forrentning af selskabets indskudskapital kan anses for rimelige

386. Når Sekretariatet - i overensstemmelse med Energiklagenævnet i afgørelse af 9. november 2010 - udøver dette reguleringsmæssigt pålagte betydelige skøn over, om en given forrentning kan anses for rimelig, indgår overordnet en afvejning af to modstående hensyn: På den ene side hensynet til virksomhedens mulighed for at oppebære en rimelig forrentning af den indskudte kapital, og på den anden side hensynet til at beskytte varmforsyningens kunder mod, at varmforsyningen udnytter sit monopol ved at opkræve højere omkostninger til forrentning, end hvad der kan betragtes som nødvendigt.

387. I den forbindelse er det skønnet, at EGJ Varme bør ligge i den lave ende af de årlige WACC-modelintervaller for perioden 2003-2010, som fremgår af tabel 9 i punkt 383.

388. I skønnet er navnlig inddraget EGJ Varmes meget beskedne risikoprofil, som antages at være mindre end andre danske varmforsyningsvirksomheders, hvis risikoprofil ellers generelt er meget beskeden. EGJ Varme har således et stort kundegrundlag, hvilket i sig selv giver mindre risiko. Desuden er EGJ Varme blandt de 25 pct. billigste varmforsyninger i Danmark, og risikoen for kundeflugt som følge af f.eks. alternative opvarmningsformer anses derfor for minimal.

389. Sekretariatet har overvejet, om hensynet til tvangsbinding af kapital i EGJ Varme kan føre til en forhøjelse af forrentningen, men har af de i afsnit 5.5 anførte grunde fundet, at dette ikke er tilfældet.

390. På baggrund af ovenstående er det Sekretariatets bedste samlede skøn, at et beløb på kr. 282.000.000 udgør en rimelig forrentning af EGJ Varmes indskudskapital for perioden 2003-2010, jf. varmforsyningslovens § 20, stk. 2, og afskrivningsbekendtgørelsens § 6. Dette svarer til følgende årlige forrentning, som kan indregnes i priserne (tabel 10):

| Tabel 10 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| I mio. kr. | 37 | 36 | 32 | 29 | 29 | 33 | 41 | 45 |
| SAMLET FORRENTNING 2003-2010 (før skat): kr. 282.000.000 | | | | | | | | |

391. Sekretariatet skønner, at en samlet forrentning på mere end kr. 282.000.000 – og dermed også de kr. 440.904.688 kr. (før skat) respektive kr. 463.746.815 (før skat) - som ønsket af EGJ Varme - vil være urimelig, simpelthen fordi parameter-værdierne og dermed den beregnede samlede forrentning ikke afspejler den meget beskedne risiko, som knytter sig til EGJ Varmes virksomhed.

5.9. Prisivirkninger

392. Efter varmforsyningslovens § 21, stk. 4, skal Energitilsynet gribe ind over for urimelige priser.

393. Dette betyder, at uanset om Energitilsynet skønner, at en given forrentning af indskudskapital efter varmforsyningslovens § 20, stk. 2, og afskrivningsbekendtgørelsens § 6 umiddelbart er rimelig, så vil forrentningsbeløbet kunne nedsættes, hvis dette fører til urimelige varmepriser efter varmforsyningslovens § 21, stk. 4.

394. Det ville således ikke give mening, hvis Energitilsynet først godkendte indregning af en forrentning i priserne som rimelig for straks derefter at gribe ind overfor varmeprisen som urimeligt høj.

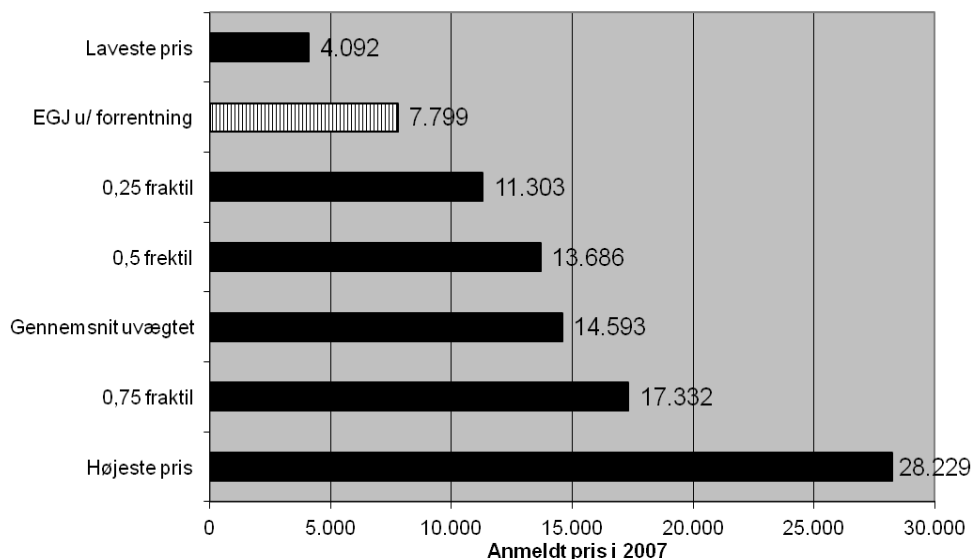
395. Sekretariatet skal derfor overveje, om en forrentning af indskudskapital i perioden 2003-2010 på kr. 282.000.000 vil medføre urimelige varmepriser efter varmforsyningslovens § 21, stk. 4, således at forrentningsbeløb af denne grund må nedsættes.

396. Energiklagenævnet anførte i sin afgørelse af 9. november 2010, at nævnet ikke havde taget stilling til, "om en varmepris kan nedsættes i medfør af varmforsyningslovens § 21, stk. 4, fordi den er urimeligt høj". Videre udtalte nævnet, at "dette spørgsmål henhører under Energitilsynet som 1. instans". I Energiklagenævnets udtalelse ligger således netop den forudsætning, at et forrentningsbeløb, der umiddelbart anses for rimeligt, vil kunne nedsættes, hvis Energitilsynet, som 1. instans, finder, at beløbet vil føre til urimelige varmepriser.

397. I relation til spørgsmålet om varmeprisvirkningen af EGJ Varmes forrentning af indskudskapital har Sekretariatet, som nævnt i punkt 368, valgt at tage udgangspunkt i prisen på et "standardhus" med et areal på 130 m² og et årligt forbrug på 18,1 MWH.

398. I figur C sammenlignes de statistiske oplysninger på et "standardhus" fra i alt 357 danske varmforsyningsvirksomheder pr. 6. juli 2007 med de tilsvarende priser (uden forrentning) indberettet af EGJ Varme:

Priser for standardhus 2007



Kilde: Energitilsynets beregning er foretaget på baggrund af de prisoplysninger, som 358 varmforsyninger i Danmark, herunder EGJ Varme, har anmeldt til Energitilsynets register.

399. På baggrund af EGJ Varmes egne indberetninger kan det i øvrigt fastslås, at den rene varmepris for et "standardhus" uden indregnet forrentning af indskudskapital i perioden 2003-2010 har været som følger (tabel 11).

| Tabel 11 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Varmepris for et "standardhus" uden indregnet forrentning | 8.778 | 8.976 | 9.247 | 8.342 | 7.799 | 7.799 | 8.276 | 8.588 |

Kilde: Energitilsynet

400. Forskellen i prisen for et "standardhus" i 2007 i figur C kan skyldes flere forskellige forhold, herunder bl.a. geografisk placering og manglende udnyttelse af effektiviseringspotentiale.

401. Dette ændrer dog ikke ved, at EGJ Varme i 2007, som det fremgår af figuren, var blandt de 25 pct. af varmforsyningerne i Danmark, der leverede den billigste varme til et standardhus, og at EGJ Varmes priser lå under gennemsnittet.

402. Sekretariatet ligger ikke umiddelbart inde med statistisk materiale for samtlige varmforsyninger i Danmark over prisen for et "standardhus" fra før 2007. Dette skyldes, at der først fra 2007 blev etableret et elektronisk indberetningssystem. Sekretariatet har dog ikke umiddelbart anledning til at lægge andet til grund, end at EGJ Varme også i perioden 2003-2006 var blandt de billigste 25 pct. af varmforsyningerne i Danmark, og at deres varmepris for et "standardhus" lå under gennemsnittet. Det samme billede gælder i øvrigt også for perioden 2008 til 2010.

403. Det vil altid bero på en konkret vurdering, om en skønnet rimelig forrentning af indskudskapital medfører urimelige varmepriser.

404. Stigningen i forbrugernes varmepris som følge af indregning af forrentning på kr. 282.000.000 varierer årligt i perioden 2003-2010 fra mellem 13 % og 19 % for et standardhus. Sekretariatet finder, at dette isoleret set er meget store prisstigninger, og at det rejser alvorlige spørgsmål om prisens rimelighed.

405. EGJ Varme er imidlertid blandt de 25 pct. af varmforsyningerne i Danmark, der leverer den billigste varme til et standardhus. Det vil selskabet fortsat være, hvis Energitilsynet tiltræder, at forrentningen angivet i tabel 11 indregnes i priserne.

406. På den baggrund er det Sekretariatets vurdering, at en forrentning af EGJ Varmes indskudskapital i perioden 2003-2010 på kr. 282.000.000, som indregnes over en periode, ikke vil medføre urimelige priser, jf. varmforsyningslovens § 21, stk. 4.

6 Høring af EGJ Varme

407. Sekretariatet har den 27. april 2012 sendt et udkast til denne afgørelse i høring hos EGJ Varme, der i brev af 16. maj 2012, e-mail af 21. maj 2012 og e-mail af 29. maj 2012 er fremkommet med sine bemærkninger⁷².

408. I det følgende skal Sekretariatet i hovedpunkter fremkomme med sine kommentarer til EGJ Varmes bemærkninger. Nedenfor fremgår således EGJ Varmes hovedsynspunkter med Sekretariatets kommentarer i kursiv.

Kommentarer til EGJ Varmes bemærkninger af 16. maj 2012

Udkastet i forhold til Energiklagenævnets afgørelse

Sekretariatets udkast til afgørelse er ikke i overensstemmelse med den metode og de klare retningslinjer, som Energiklagenævnet fastlagde i afgørelsen af 9. november 2010.

Sekretariatet har beregnet størrelsen af en forrentning, som Sekretariatet finder rimelig uden at godtgøre, hvorfor en højere forrentning er urimelig.

EGJ Varmes bemærkninger giver Sekretariatet anledning til generelt i afgørelsen afsnit at præcisere, at de af EGJ Varme ønskede parametre skønnes urimelige. Der henvises til Sekretariatets bemærkninger nedenfor.

Sekretariatet fastholder i øvrigt, at Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 må forstås således, at nævnet i afgørelsen præciserer, at det - i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige principper - er Energitilsynet, der skønner, hvilken forrentning af indskudskapital, der i det enkelte tilfælde kan tillades som rimelig (nødvendig) eller må afvises som - i nævnets terminologi - urimelig.

⁷² Bilag 16 - EGJ Varmes høringssvar af 16., 21. og 29. maj 2012.

Heri ligger, at det er op til tilsynet at opstille de relevante kriterier, der skal indgå i skønnet og afveje disse. Der henvises i det hele til afgørelsens punkt 189-195.

Risikofri rente

Sekretariatet har ikke godtgjort, hvorfor anvendelsen af en risikofri rente baseret på renten på 10-årige statsobligationer er urimelig.

EGJ Varmes bemærkninger giver Sekretariatet anledning til at præcisere i afgørelsen, at det skønnes urimeligt, at anvende renten på en 10-årig statsobligation som approksimation for den risikofri rente. De lange renter (som f.eks. renten på en 10-årig statsobligation) er således tillagt en risikopræmie, som bl.a. dækker den større usikkerhed, der er forbundet med vurderingen af inflationsforventninger. Denne risiko har EGJ Varme ikke i lige så høj grad, da der sker årlig regulering. Der henvises til afgørelsens punkt 248, 256, 258.

Sekretariatet skønner i stedet, at det er rimeligt, at den risikofri rente fastsættes med udgangspunkt i en rente, som ca. svarer til reguleringsperiodens længde. Dette er i øvrigt i overensstemmelse med Independent Regulators Group anbefalinger.

Markedsrisikopræmie

Fastsættelsen af markedsrisikopræmien til 4,5 pct. (5,0 pct. i 2009-2010) er baseret på markedsundersøgelser- og analyser, der anvender en risikofri rente svarende til 10-årige statsobligationer. En anvendelse af samme markedsrisikopræmie sammen med en anden risikofri rente vil være metodisk forkert og dermed usaglig.

Sekretariatet har ikke godtgjort, hvorfor anvendelsen af en markedsrisikopræmie på 5,0 pct. for perioden 2009-2010 er urimelig.

Sekretariatet bemærker, at Grant Thortons fastsættelse af markedsrisikopræmien ikke er sket på baggrund af en lang risikofri rente svarende til 10-årige statsobligationer. Markedsrisikopræmien på 4,5 pct. er fastlagt på baggrund af den 1 årige CIBOR12-rente, dvs. en rente med kort løbetid⁷³.

Videre bemærkes, at såfremt at Sekretariatet havde anvendt en 10-årig statsobligation som risikofri rente, så ville det være nødvendigt at korrigere markedsrisikopræmien herfor ved at reducere den anvendte markedsrisikopræmie. Dette skyldes, at markedsrisikopræmien sådan som EGJ Varme selv anfører netop er forskellen mellem afkastet på markedsindekset (r^m) og afkastet på det risikofri aktiv (r^f), dvs. markedsrisikopræmien $= (r^m - r^f)$.

De lange renter (som f.eks. renten på en 10-årig statsobligation) er tillagt en risikopræmie, som bl.a. dækker den større usikkerhed, der er forbundet med vurderin-

⁷³ Der henvises i øvrigt til bilag 6, side 13, hvori det anføres, at "Nationalbankens historiske analyse er baseret på en 10-årig statsobligation som risikofri rente. Idet vores tilgang er at anvende en kortere risikofri rente, har vi taget højde for dette forhold ved at foretage en analyse for forskellen mellem 12 mdr.'s CIBOR og den 10-årige statsobligation. Undersøgelsen er foretaget i perioden november 1995 til marts 2009, som er den periode, hvor data for CIBOR 12 mdr. er tilgængelig"

gen af inflationsforventninger. Derfor vil renten på en 10-årig statsobligation set som gennemsnit over tid være højere på en 2-årig statsobligation. Dette er årsagen til, at markedsrisikopræmien skulle reduceres såfremt Sekretariatet havde anvendt en 10-årig statsobligation som risikofri rente, da $(r^m - r^{f-10\text{-årig}}) < (r^m - r^{f-2\text{-årig}})$. Som det fremgår af høringsudkastet anvender IT- og Telestyrelsen en markedsrisikopræmie, der var estimeret på baggrund af en 10-årig statsobligation i deres afgørelser vedrørende fastsættelse af WACC i forbindelse med omkostningsdokumentation af priserne i TDC's standardtilbud. Den af IT- og Telestyrelsen fastsatte markedsrisikopræmie er derfor også kun på 3,75 pct.

Endelig skal Sekretariatet præcisere i afgørelsen, at det skønnes urimeligt, at anvende en markedsrisikopræmie på 5 pct. for perioden 2009-2010. Markedsrisikopræmien i afgørelsen er fastlagt på baggrund af et langsigtet perspektiv, og den langsigtede markedsrisikopræmie har efter Sekretariatets opfattelse ikke ændret sig væsentligt de senere år. Det er således Sekretariatets vurdering, at en anvendelse af en markedsrisikopræmie på 5,0 pct. ikke afspejler den langsigtede markedsrisikopræmie og dermed ville lede til en urimelig forrentning af indskudskapitalen. Der henvises i øvrigt til afgørelsens punkt 285-288.

Beta

Sekretariatet har ikke godtgjort, at anvendelsen af en beta (ugearet) på 0,40 er urimelig.

EGJ Varme har fremlagt fire betaanalyser fra udenlandske myndigheder samt en analyse foretaget af PWC, der alle viser markant højere betaværdier end de af Energitilsynet anvendte.

Sekretariatet har ikke godtgjort, at disse tredjepartsobservationer af beta for de tre engelske selskaber er forkerte, eller at de betaværdier som Grant Thornton har beregnet, ikke er fejlbehæftede.

Sekretariatet har ikke godtgjort, at EJV Varme har en lavere risiko end naturgasdistributionselskaberne og de tre engelske selskaber.

Sekretariatet ønsker at præcisere i afgørelsen, at det skønnes urimeligt, at anvende den af EGJ Varme anmodede betaværdi (ugearet) på 0,40. Det bemærkes, at naturgasdistributionselskaberne vurderes at have større regulerings- og markeds-mæssig risiko end de danske varmforsyningsvirksomheder, herunder EGJ Varme, mens de engelske primært sammenlignelige selskaber vurderes at have større reguleringsmæssig risiko. Særligt påpeges i forhold til naturgasdistributionselskaberne, at disse - modsat varmforsyningsvirksomhederne - er underlagt effektiviseringskrav, ligesom reguleringsperioden for selskaberne er længere og dermed forbundet med større usikkerhed i omkostningerne inden for reguleringsperioden. Der henvises i øvrigt til afgørelsens punkt 302-304, 307, 308, 317-319, 322-325.

Videre ønsker Sekretariatet at præcisere i afgørelsen, at det i WACC-modellen skønnes urimeligt, at anvende en betaværdi (ugearet) for varmforsyningsvirksomheder på mere end 0,30. Der henvises i øvrigt til afgørelsens punkt 309-327.

Som det fremgår af afgørelsens punkt 310, så skønner Sekretariatet, at et der rimeligt, at den ugearede beta for EGJ Varme ligger i intervallet 0,20 til 0,30. Heri ligger ikke, at en betaværdi på 0,30 (ugearet) automatisk er rimelig for EGJ Varme. Dette beror på en konkret vurdering af, om anvendelsen af denne betaværdi vil give en rimelig forrentning.

Sekretariatet har i øvrigt i sit skøn over betaværdien inddraget observationerne fra de af EGJ Varme angivne kilder. Der henvises til afgørelsens punkt 327.

Tillæg for illikviditet

Energitilsynet har fortsat ikke forholdt sig til EGJ Varmes synspunkter om kapitalens illikviditet.

Sekretariatet har misforstået Energiklagenævnets tilkendegivelser om tillæg for illikviditet. Energiklagenævnet tilkendegivelser må forstås således, at når det ikke kan udelukkes, at en rationel investor ville kræve et sådant tillæg, er der ikke grundlag for at karakterisere et sådant tillæg som urimeligt.

Sekretariatets sammenligning med opskrivninger efter selskabsloven er forkert.

Herning Kommunes salg af aktier i EGJ Varme helt tilbage i 2003 har endnu ikke har kunnet afsluttes med betaling til følge på grund af denne sag. Det har således indtil videre, dvs. gennem en periode på 9 år, ikke været muligt at omsætte virksomhedens værdi til likviditet.

Sekretariatet fastholder, at Energiklagenævnet afgørelse af 9. november 2010 må forstås således, at hensynet til en eventuel tvangsbinding af kapital ikke nødvendigvis medfører en forhøjelse af forrentningen, såfremt tilsynet konkret skønner, at dette ikke medfører en rimelig forrentning. Energiklagenævnet anførte i sin afgørelse, at nævnet "ikke kan udelukke", at en rationel investor ville kræve et sådant tillæg. Heri ligger netop, at der må foretages en konkret vurdering, og Sekretariatet har som følge af EGJ Varmes opgørelse af sin indskudskapital efter administrationsgrundlaget skønnet, at det ikke er rimeligt at påføre varmemeforbrugerne yderligere omkostninger i form af et tillæg for illikviditet. Der henvises til afgørelsens punkt 329-330.

Sekretariatet ønsker at præcisere i afgørelsen, at det således konkret skønnes urimeligt at påføre varmemeforbrugerne yderligere omkostninger i form af et tillæg for illikviditet.

Sekretariatet har forholdt sig til EGJ Varmes synspunkter om kapitalens illikviditet, der bygger på den opfattelse, at udlodning dermed p.g.a. regulatoriske forhold reelt er afskåret (og dermed tvangsbunden). Der henvises til afgørelsens punkt 331-344, idet Sekretariatet i øvrigt fastholder, at den opgjorte indskudskapital efter administrationsgrundlaget er udtryk for opskrivninger. Opskrivninger, kan ikke anvendes til udlodning af udbytte, men dette skyldes ikke regulatoriske forhold.

Endelig bemærker Sekretariatet, at i det omfang, salg af aktier ikke har kunnet medføre betaling, må det bero på den måde, parterne har valgt at strukturere salgsaftalen på.

Korrektion for skattepligt

Energitilsynet har pligt til at inddrage hensynet til skat.

Der er efter EGJ Varmes opfattelse ingen risiko for overkompensation ved at regulere for skatten. Sekretariatet har ikke angivet på hvilken måde, regulering kan resultere i en overkompensation.

Skatteproblematikken kan ikke løses ved den af sekretariatet anførte fremgangsmåde. Dette skyldes for det første, at efterfølgende indregning af et sådant beløb i sig selv vil resultere i et skattepligtigt overskud. For det andet indebærer en sådan fremgangsmåde en risiko for, at prisen som følge af sambeskatningsregler påvirkes af forhold i koncernforbundne virksomheder.

Sekretariatet fastholder, at Energiklagenævnet afgørelse af 9. november 2010 må forstås således, at det er frivilligt for Energitilsynet, om hensynet til korrektion for skattepligt inddrages i vurderingen af, hvad der udgør en rimelig forrentning af indskudskapital. Der henvises til afgørelsens punkt 350-351, 354-362.

Det er fortsat Sekretariatets opfattelse, at kompensation for eventuelle skattebetalinger må ske ved indregning af de faktiske skattebetalinger i virksomhedens priser. Et faktisk betalt skattebeløb, som kan henføres til varmforsyningsvirksomheden, vil således som udgangspunkt være en nødvendig omkostning, jf. varmforsyningslovens § 20, stk. 1 og forarbejderne til lov 622 af 11. juni 2010.

Sekretariatet er opmærksomt på, at indregningen af et sådant beløb i sig selv vil resultere i et skattepligtigt overskud. Dette ændrer dog ikke Sekretariatets opfattelse, idet den faktiske betalte skat af dette overskud som udgangspunkt også vil være en nødvendig omkostning, der kan indregnes i priserne.

EGJ Varmes synspunkt vedrørende sambeskatning er nyt og har ikke været genstand for Energiklagenævnets hjemvisning af Energitilsynets afgørelse.

Et faktisk betalt sambeskatningsbidrag, som kan henføres til varmforsyningsvirksomheden, vil, hvis bidraget anses for en nødvendig omkostning, kunne indregnes i priserne. Sekretariatet kan ikke generelt tage stilling til om sambeskatningsbidrag er nødvendige omkostninger, dette må bero på en konkret vurdering, såfremt spørgsmålet bliver aktuelt for EGJ Varme.

Fastsættelsen af den samlede forrentning

Sekretariatet har uden nærmere begrundelse kun valgt at godkende et samlet beløb på 282.000.000 kr.

Sekretariatet har ikke begrundet, hvorfor det højeste, beregnede beløb på kr. 302.596.844 udgør en urimelig forrentning. Sekretariatet har tværtimod betegnet dette beløb som liggende i intervallet for en rimelig forrentning. Selv hvis sekreta-

riatets egne parametre lægges til grund, er Energitilsynet efter Energiklagenævnets afgørelse derfor forpligtet til at godkende indregning af det højeste beløb, der ikke kan betegnes som urimeligt, i dette tilfælde 302.596.844 kr.

Det bemærkes for god ordens skyld, at Sekretariatet synes at misforstå Energiklagenævnets tilkendegivelser om § 21, stk. 4.

Sekretariatet bemærker, at det af Energiklagenævnets afgørelse af 9. november 2010 fremgår, at WACC-modelberegninger kan indgå "som et element" ved vurderingen af, om en anmodning om forrentning af indskudskapital er rimelig. WACC-modelberegninger kan imidlertid, som anført af nævnet, "ikke erstatte det konkrete skøn, som Energitilsynet pligtmæssigt skal udøve i henhold til afskrivningsbekendtgørelsens § 6".

Det følger allerede af Energiklagenævnets præmisser, at Sekretariatet ikke må (og dermed heller ikke er forpligtet til) at godkende indregning af det højeste beløb, der fremkommer som følge af WACC-modelberegninger.

Ud fra WACC-modelberegningerne er det Sekretariatets skøn, at en forrentning af indskudskapital for EGJ Varme, for perioden 2003-2010 årligt må ligge i de intervaller, som fremgår af tabel 9 i punkt 383.

Med udgangspunkt i WACC-beregningerne har Sekretariatet herefter konkret skønnet, at et beløb på kr. 282.000.000 udgør en rimelig forrentning af EGJ Varmes indskudskapital for perioden 2003-2010. En samlet forrentning på mere end kr. 282.000.000 skønnes derfor urimelig.

Sekretariatet ønsker i den forbindelse at præcisere i afgørelsen, at Sekretariatet i skønnet navnlig har inddraget, at EGJ Varme konkret har en meget beskedent risiko. EGJ Varme har et stort kundegrundlag, hvilket i sig selv giver mindre risiko. Desuden er EGJ Varme blandt de 25 pct. billigste varmforsyninger i Danmark, og risikoen for kundeflugt som følge af f.eks. alternative opvarmningsformer er derfor minimal.

Det fastholdes, at der i Energiklagenævnets afgørelse ligger den forudsætning, at et forrentningsbeløb, der umiddelbart anses for rimeligt, vil kunne nedsættes, hvis Energitilsynet, som 1. instans, finder, at beløbet vil føre til urimelige varmepriser, jf. varmforsyningslovens § 21, stk. 4. Der henvises også til Energiklagenævnet afgørelse af 17. september 2007, som er nævnt i punkt 159-160.

Kommentarer til EGJ Varmes bemærkninger af 21. maj 2012

Sekretariatet har undladt at optage EGJ Varmes indlæg af 20. maj 2010 (med bilag) til Energiklagenævnet som bilag til afgørelsen. Der er henvist til dette indlæg i EGJ Varmes brev af 17. marts 2011 til Energitilsynet, ligesom indlægget udgjorde et bilag hertil.

Sekretariatet optager indlægget på samlet 158 sider som bilag 11 men bemærker, at der ikke var og fortsat ikke er henvist direkte til indlægget i udkastet til afgørelse, og at EGJ Varme ikke anvender bilaget til indholdsmæssige kommentarer i høringssvarene af 16., 21. og 29. maj 2012.

Kommentarer til EGJ Varmes bemærkninger af 29. maj 2012

Tabel 2 i punkt 173 i Energitilsynets udkast til afgørelse er misvisende og tjener ikke noget sagligt formål.

Sekretariatet har på baggrund af EGJ Varmes bemærkninger valgt at udtage tabel 2 med oversigt over den opgjorte indskudskapital i EGJ Varme og 31 andre varmforsyningsvirksomheder i udkastet til afgørelse. En gennemgang af de modtagne sager vil forlænge sagsbehandlingstiden, og tabellen er ikke bærende for tilsynets argumentation.

7 Afgørelse og tilkendegivelse

409. Energitilsynet træffer afgørelse om følgende:

- At Energitilsynet tiltræder, at EGJ Varme i priserne kan indregne forrentning af indskudskapital for årene 2003 til 2010 på i alt kr. 282.000.000, jf. § 20, stk. 2, i varmforsyningsloven, og jf. § 6 i afskrivningsbekendtgørelsen på følgende vilkår:
 - Hvis selskabet ønsker at udnytte muligheden for at indregne forrentningen i priserne, skal indregning i priserne indledes senest 1. januar 2013, og
 - selskabet skal udarbejde en plan for indregning i priserne i de kommende år af den af Energitilsynet tiltrådte forrentning af indskudskapital for årene 2003 til 2010.
- At kompensation for eventuelle faktiske skattebetalinger som udgangspunkt skal ske ved indregning i virksomhedens priser, jf. § 20, stk. 1, i varmforsyningsloven, og derfor ikke indgår i grundlaget for beregning af en rimelig forrentning efter § 20, stk. 2.

410. Energitilsynet tilkendegiver følgende:

- At indregning af forrentningen af indskudskapital for EGJ Varme i årene 2003 til 2010 på i alt kr. 282.000.000 over en periode ikke vil medføre urimelige priser, jf. varmforsyningslovens § 21, stk. 4.

411. Samtidig bemyndiger Energitilsynet Sekretariatet til at forhandle med EGJ Varme om planen og til at tiltræde den.