

Saksnummer	[xx/xxxxx]
Deres ref.:	[xxxxxxxx-xx]
Saksbehandler	Lisbeth Vingås
Sted og dato	Oslo, 03.05.2024

Reguleringsmyndigheten for energi, RME

Kommentarer til Thema rapport om NVE-renten

Eidsiva og Elvia støtter ikke Thema sin anbefaling i rapporten om å legge til grunn inflasjonsmål som forlenger tidshorizont på inflasjon i egenkapital-leddet. Vi mener at den foreliggende modellen for håndtering av prisvekst i egenkapitalleddet har vist seg å fungere godt og at den anbefalte endringen ikke vil føre til forbedringer. Eidsiva og Elvia støtter heller ikke anbefalingen om å inkludere Statnett i referanseporteføljen for kredittpremien, da Statnett som statseid foretak ikke er en representativ målestokk for kredittrisikoen i bransjen for øvrig.

Vi viser til rapport fra Thema Consulting Group som på oppdrag fra Reguleringsmyndigheten for Energi (RME) vurdert parameterne i anvendt modell for NVE-renten.

Eidsiva Energi AS (heretter; Eidsiva) er eier av nettselskapet Elvia AS (heretter; Elvia). NVE-renten er nettbransjens regulerte avkastning som er viktig for nettselskapet så vel som for dens eier. Vi har derfor valgt å levere felles kommentarer fra Eidsiva og Elvia til Themas rapport.

Nettselskapene opplever en uvanlig stor etterspørsel etter kapasitet i strømmettet. I Elvia sitt nettområde etterspørres mye kapasitet fra større næring og industri, samt også solparker. Felles for disse er at de krever større investeringer i strømmettet både på transmisjon- og distribusjonsnetts-nivå. Dette er ikke unikt for Elvias nettområde, men en situasjon som også er gjeldende i mange andre nettområder i landet.

De omfattende investeringene som skal gjøres i strømmettet i årene framover betyr at behovet for kapitaltilførsel vil være tilsvarende høyt. For å tiltrekke seg kapital på rimelige vilkår vil den regulerte avkastningen og forutsigbarheten rundt denne være en viktig forutsetning. Fremmedkapitalmarkedet og tilbakeholdt overskudd er i dag hovedkildene for finansiering av ny- og reinvesteringer i strømmettet. Kostnaden for fremmedkapital er styrt av flere forhold, men kredittkarakter fastsatt av uavhengige kredittratingbyråer er en sentral faktor. Stabilitet i det regulatoriske regimet og regulators uavhengighet er hos alle kredittratingbyråene en viktig betingelse for å opprettholde en gitt kredittkarakter¹. Hittil er dagens norske modell for NVE-renten vurdert som «credit supportive». Dette har hittil sikret tilgang til fremmedkapital på attraktive betingelser for nettselskaper. Stort behov for nettinvesteringer i årene tilsier at

¹ Enkelte byråer vektlegger Regulatory Environment and Asset Ownership Model hele 40% vekt ved fastsettelse av kredittkarakter. S&P Global Ratings sin rapport fra oktober 2020 gir et godt bilde på hvilke forhold som vektlegges ved fastsettelse av kredittkarakter: Norwegian Electricity Distribution And Transmission Regulatory Framework: Supportive. Rapporter av nyere dato er Moodys Investor Service sin rapport fra 16. januar 2023 Outlook - Stable as higher inflation and interest rates credit neutral for sector.

det må foreligge svært gode grunner dersom man beslutter å endre på dagens modell og dens parametere, hvis denne gir en dårligere avkastning enn dagens, og da bidrar til å skape usikkerhet rundt framtidig avkastning på nettinvesteringer.

Kommentarer til Themas anbefalinger

Et avkastningskrav til totalkapitalen består av flere ulike komponenter. Det er likevel helheten i avkastningskravet til totalkapitalen, og den innbyrdes konsistensen mellom parameterne som er viktigst, slik at både egenkapitalinvestoren (eieren) og gjeldsinvestoren (kreditor) oppnår forventet avkastning.

Thema Consulting Group (Thema) har på oppdrag fra RME vurdert parameterne i dagens NVE-modell. Thema foreslår å endre to elementer. Den første anbefalingen er å basere inflasjonskompensasjonen på lengre tidsserier. Thema mener dagens modell er kortsiktig hvor det risikeres vekselvis under- eller overkompensasjon og de foreslår en lengre tidshorison. Den andre anbefalingen er å inkludere Statnett i referanseporteføljen for beregning av kredittpremier på gjeldsleddet.

Inflasjonsjustering i egenkapitalleddet

Forskriftens WACC-modell for beregning av den NVE-renten består av et egenkapitalledd og en gjeldsledd. Vi definerer ikke bokstavene i formelen her da dette forutsettes velkjent av RME:

$$r = (1 - G) \times \left[\frac{Rf + Infl + \beta_e \times MP}{1 - s} \right] + G \times (Swap + KP)$$

Thema foreslår i sin rapport å endre måten prisveksten kompenseres i egenkapital-leddet i modellen. Thema foreslår at modellen baserer seg på et «inflasjonsmål» og ikke faktisk inflasjon, med begrunnelsen om at et inflasjonsmål anses å være mer langsiktig og gi økt stabilitet.

For å gi en rimelig avkastning på egenkapitalen har modellen for NVE-renten lagt til grunn en fast nøytral realrente fra 2013. For å kompensere for prisveksten har man lagt til grunn et 4-årsnitt hvor 2 år er basert på faktisk prisstigning og 2 år er prognoseverdier. Begrunnelsen for dette valget var, slik vi forstår, at prisveksten i NVE-renta skulle følge prisveksten i samfunnet ellers. Fra høringsdokumentet 2012 (side 15) leser vi: «*En årlig inflasjonsjustering medfører at nettselskapets inntekter i større grad varierer i takt med løpende inflasjon som for andre konkurranseutsatte bransjer.*»

I samme høringsdokument leser vi at valget av det fireårige gjennomsnittet foreslås benyttet for å kunne håndtere store (årlige) svingninger i konsumprisindeksen (KPI). På dette tidspunktet var det langsiktige inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5%, men RME tok altså et bevisst valg om å la prisveksten baseres på et snitt av faktisk og forventet prisstigning. Vi mener at denne utglattingsmetodikken har vist seg å fungere etter intensjonen og Thema illustrerer også utglattingseffekten i sin rapport i figur 4 (side 14).

I høringsdokumentet oppsummerer RME at «*Den foreslåtte rentemodellen vil etter NVEs mening være robust både i krisetider og i normale tider.*». Elvia støtter dette synet, og i tiden som har vært tilbakelagt etter innføringen av modellen i 2013, så har man nettopp sett stor variasjon i KPI og at modellen har vist seg å være robust i praksis.

Eidsvia og Elvia støtter derfor ikke Themas anbefaling om å øke tidsperioden for inflasjonsmålet. Tvert imot mener vi at den foreliggende modellen for håndtering av prisvekst i egenkapitalleddet har vist seg å fungere godt, og at den også har fungert etter det formålet som lå til grunn for innføringen av modellen i 2013. Vi kan heller ikke se at det er noen fundamentale endringer i omkringliggende forhold som tilsier at modellen bør endres på dette området.

Inkludere Statnett i referanseporteføljen for kredittpremien

Det andre forslaget fra Thema handlet om å inkludere Statnett i referanseporteføljen for kredittpremien i gjeldsleddet.

$$r = (1 - G) \times \left[\frac{Rf + Infl + \beta_e \times MP}{1 - s} \right] + G \times (Swap + KP)$$

I dagens modell fastsettes kredittpåslaget basert på en vektet sammensetning av påslagene på obligasjonene for de mest kredittverdige kraftselskapene i bransjen. Kredittpremien fastsettes i dag som et vektet gjennomsnitt på antall selskaper av tre kraftkurver hentet fra Nordic Bond Pricing (NBP). Thema anbefaler å legge til grunn en kredittpremie basert på markedsvekting av obligasjoner etter kraftkurvene til NBP, hvor også Statnett inkluderes i vektingen. Dette er ikke et forslag som støttes av Eidsiva og Elvia.

Thema skriver videre i rapporten at nettselskapene i kraftkonsernene trolig vil fremstå mer kredittverdige på stand alone-basis. Dette anføres som et argument for å inkludere Statnett i sammenligningsgrunnlaget. Som følge av intern organisering er nettselskapene i Norge representert av de respektive morselskapene i kraftkurvene. Det er slik Thema også påpeker, få rene nettselskaper og de fleste nettselskapene inngår i kraftkonsern og finansieres i konsernet som en del av konsernet.

Kredittpåslaget til Statnett er ikke oppnåelig for nettselskaper med andre eiere enn den norske stat. Statnett har i 2023 en kredittkarakter basert på stand-alone basis på BBB. Som et eksempel har det svenske nettselskapet Ellevio AB, som er et rent nettselskap uten nevneverdig konserntilhørighet slik normalt er tilfelle for de fleste nettselskapene i Norge, i 2023 også en stand-alone kredittkarakter på BBB. Mens Statnett i sin endelige kredittkarakter får tillagt fire karakterer (BBB → A+) som følge av statlig eierskap og sannsynlighet for finansiell støtte², får Ellevio AB ikke tillagt noen karakterer³. To selskaper med i utgangspunktet samme «anker-karakter» oppnår således høyst ulike kredittpåslag som tilskrives eierskapet⁴.

Flertallet av norske nettselskaper er kredittvurdert av Scope Ratings AG. Scope Ratings AG gir alle norske energiselskaper én karakter tillegg (av i alt tre karakterer tilgjengelig) som følge av kommunalt- og

² <https://www.statnett.no/globalassets/om-statnett/investorrelasjoner/rating/research-update-from-standard-and-poors-20230426---statnett-sf.pdf> side 11 i rapporten «The long-term rating on Statnett is four notches higher than the 'bbb' SACP. This reflects our view of the very high likelihood that the government of Norway would provide timely and sufficient extraordinary support to the company in the event of financial distress»

³ [sp-global-ratings-research-update-july-2023.pdf](https://www.scope-ratings.com/globalassets/research-update-july-2023.pdf) (ellevio.se)

⁴ Basert på Credit Weekly Report fra DNB 10 april 2024 så betaler Statnett i NOK en kredittpremie på 0,9% for 10 års lån. Ellevio AB betaler en kredittpremie på 1,65% for 10 års lån i SEK. Forskjellen skyldes flere forhold enn kun eierskap, men høyere kredittkarakter og lavere kredittmargin for Statnett som følge av eierskap er en viktig forklaring.

fylkeskommunalt eierskap⁵. Fordelen Statnett har i kapitalmarkedet er således uoppnåelig for øvrige norske nettselskaper, og en inkludering av Statnett i utvalget for fastsettelse av kredittpåslag vil ikke gi nettselskapene kostnadsdekning. Ved markedsvekting av utestående gjeld vil denne uoppnåelige fordelene forsterkes.

Statnett er ikke representativ målestokk for kredittrisikoen i bransjen for øvrig og har av denne grunn ikke vært inkludert i sammenligningsgrunnlaget i dagens modell. Vi ser ikke at det er noe nytt som har skjedd som bør endre på dette.

Andre kommentarer

Det bør gis kostnadsdekning for direkte finansieringskostnader gjennom et påslag i NVE-renten

Ett forhold Thema ikke tar opp i sin rapport, er ensidig bruk av avledede kredittmarkedet fra det norske obligasjonsmarkedet. Investorbasen i dette markedet er typisk norske pensjonsfond, livsforsikringsselskaper og verdipapirfond. Disse investorene har ofte rammer hvor mye kapital som kan være plassert i ett selskap eller én sektor. Som beskrevet innledningsvis vil fremmedkapital trolig være den primære kilden for kapital for å finansiere den betydelige økningen i nettkapasitet som er nødvendig for å nå klimamålene de neste år. Det kan derfor ikke utelukkes at flere norske energikonsern må basere seg på utenlandsk fremmedkapital, for å sikre tilgang til kapital på attraktive betingelser og ikke kun gjøre seg avhengig av det norske kapitalmarkedet. De direkte finansieringskostnadene i disse markedene er høyere enn i det norske kapitalmarkedet.

Thema tar i rapporten opp at direkte finansieringskostnader i dag ikke er inkludert i kostnadsgrunnlaget eller referanserenten. Eidsiva og Elvia mener at disse direkte finansieringskostnadene burde inkluderes enten i kostnadsgrunnlaget eller referanserenten, slik handelskostnader og regulerkraft-kostnader inkluderes for å bestemme nettapprisen som er avledet fra den observerbare spotmarkedsprisen.

Som nevnt over, blir kredittmarginen i dag innhentet av RME fra NBP. Kredittmarginen er basert på investors handel i eksisterende obligasjonslån eller investors krav til kredittmargin i nyemisjon av obligasjoner. Felles for begge disse kildene for informasjon er at nettselskapets direkte kostnader med å innhente og vedlikeholde kapitalen ikke er reflektert i kredittmarginen.

Obligasjonsmarkedet er en kapitalkilde forbeholdt større selskaper og er et typisk alternativ til bankfinansiering. Bankfinansiering er trolig den viktigste kapitalkilde for mindre selskaper. Denne kapitalkilden har andre kostnadsarter enn obligasjonsmarkedet ved etablering og i lånets løpetid. Vår drøfting nedenfor er knyttet til obligasjonsmarkedet, som er Eidsiva og Elvia sin primærkilde for fremmedkapital, men er like relevant for kostnadsdekning for den som finansierer seg i bankmarkedet.

Obligasjonsmarkedet sikrer nettselskapene kapital med lang løpetid, i motsetning til bankmarkedet som ofte har løpetid opptil 3 til 5 år. Ekstrakostnader som påløper ved deltakelse i obligasjonsmarkedet er for eksempel forbundet med at man må ha en kreditt-rating, bistand fra investeringsbanker ved kapitalinnhenting, kostnader til børsnotering og kostnader til tillitsmann som oppnevnes av obligasjonseierne men dekkes av den som legger ut lånet. En annen relevant kostnad er knyttet til å ha kredittfasiliteter tilgjengelig for å sikre obligasjonseierne rettidig betaling, selv ved uroligheter i

⁵ [Scope Ratings publishes an update to its Government-Related Entity methodology | Scope Ratings | European Rating Agency](#)

kapitalmarkedene. Kredittfasiliteter er ofte et vilkår for å ha tilgang til obligasjonsmarkedet og for å oppnå en gitt kreditt-rating, og på denne måten noe selskapene ikke velger selv.

I bankmarkedet er den typiske kostnaden provisjon til banken som en engangs proSENTSATS av innvilget lånebeløp som fratrekkes lånebeløpet, og som gir en høyere effektiv rente enn lånets nominelle rente.

Eidsiva og Elvia mener at det bør gis et påslag i NVE-renten på 0,1% p.a. for å reflektere kostnader nettselskapene har med å anskaffe og vedlikeholde sin fremmedkapital.

Beta i dagens modell ligger under det internasjonale gjennomsnittet

Dagens beta er satt basert på empiriske analyser av sammenlignbare selskaper og nivået har vært det samme siden 2007. Ser man på internasjonal praksis for regulert nettvirksomhet, ligger den norske forretningsbetaen i dag under det internasjonale gjennomsnittet.

Det er i rapporten vist til ulike undersøkelser og empiriske analyser med formål å estimere betafaktoren for totalkapitalen i et nettselskap, som deretter avledes til betafaktor for egenkapitalen. Alle vurderingene er slik vi leser rapporten basert på historiske data, og tilbakeskuende.

Eidsiva og Elvia mener at betafaktoren minst bør være på det nivå Thema foreslår. Selskapene som er grunnlag for analysen kjennetegnes av selskap med en nettkapital bygget opp over flere tiår med en gitt gjenværende varighet på kontantstrømmen. Med det store løftet i investeringer i elektrisitetsnett⁶ som skal gjennomføres i årene framover, så vil den gjennomsnittligere varigheten på kontantstrømmen for nettselskapene øke sammenlignet med historiske data. Sett fra en egenkapitalinvestors ståsted, kan det argumenteres for at den systematiske risikoen betraktes som økt ved at varigheten på kontantstrømmen blir økt, spesielt i forhold til fremtidig endring i krav til egenkapitalavkastning.

Det kan argumenteres for at markedspremien i dagens modell ligger i et nedre intervall

Formålet med markedspremien er å fange opp den forventede meravkastningen utover risikofri rente dersom man investerer i et veldiversifisert utvalg av aksjer. Thema drøfter i sin rapport utfordringene med å estimere markedspremien både fra et metodisk perspektiv og fra et praktisk perspektiv. Thema viser til ulike studier og undersøkelser og konkluderer med at en markedspremie på 5% ligger i intervallet for gjennomførte undersøkelser.

Eidsiva og Elvia mener nivået på 5% er i nedre del av undersøkelser, og vi tillater oss å vise til to undersøkelser av nyere dato nedenfor som kan underbygge dette.

Det vises i Thema sin rapport til at PwC har kartlagt at flertallet av respondenter sier de bruker 5% markedspremie. I samme undersøkelse fra år 2022 beregner PwC den implisitte markedspremien til 6,0% basert på data for de 40 største selskapene ved Oslo Børs⁷ utfra markedsverdier, risikofri renter og estimerer for fremtidige utbytte.

⁶ En av flererapporter som dokumenter og kvantifiserer investeringsbehovet er Rystad Energy *Enable or inhibit: Power grids, key to the energy transition, require \$3.1 trillion in investments by 2030*

⁷ [pwc-risikopremie-2022.pdf](#) side 26 | 2022 rapporten.

Credit Suisse (nå UBS) publiserer årlig markedspremier for ulike land og regioner for lange tidsperioder (1900-2022) - Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 Summary Edition⁸ – i samarbeid med anerkjente akademikere (Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton). I rapporten for 2023 beregner de den aritmetiske real risikopremien for Norge til 7,2% og til 6,7% for utviklede økonomier (side 16).

Vi mener dette støtter vår oppfatning av at en markedspremie på 5% er i et nedre intervall.

Realrenten på 1,5% bør videreføres ved fastsettelse av egenkapitalkostnad

Eidsiva og Elvia støtter Thema sin konklusjon om at dagens tilnærming med en langsiktig realrente på 1,5% kan videreføres i fastsettelse av kravet til egenkapitalavkastning. Vi er av den oppfatning at norske og globale realrenter avledet av lange statsobligasjoner har stabilisert på det nivået Thema sin rapport foreslår. Basert på rapport⁹ ved fristen for innsendelse, så tilsier avledende 10 års realrenter i øyeblikket følgende nivå: USA 2,24%, Norge 1,51% og Euroområdet 0,44%.

Med vennlig hilsen

Henning Olsen
konsernsjef i Eidsiva

Med vennlig hilsen

Anne S Nysæther
administrerende direktør Elvia

(Dokumentet er elektronisk signert.)

8

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKewjBma7FqNiFAxW3EBAlHQ9rDHsQFnoECBEQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fcorporate%2Fdocs%2Fabout-us%2Fresearch%2Fpublications%2Fcredit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2023-summary-edition.pdf&usg=AOvVaw332dk0XiWliMhjyMDZp&opi=89978449>

⁹ Sparebank1Markets - Macro Weekly 18 – 2024