

NORGES VASSDRAGS- OG ENERGIDIREKTORAT (NVE)
Ved - Reguleringsmyndigheten for Energi (RME)
Postboks 5091 Majorstua

0301 OSLO

Deres ref
202222013

Vår ref
2025/3969-3

Saksbehandler
Vegard Strand

Dato
31.03.2026

Høring - forslag om kompensasjon for anlegg med lange byggetider - Tensio TN AS

I gjeldende innteksregulering behandles ikke kapitalen i nettet likt - dermed blir den faktiske kapitalavkastningen lavere enn den teoretisk riktige. Det er to enkle alternativer som kan rette opp denne skjevheten – enten kan all kapital inkluderes i avkastningsgrunnlaget eller så kan kapitalkostnadene for anlegg under arbeide inkluderes som et årlig regulert tillegg til kapitalen. Nettselskapene som er under hardt press for å levere på samfunnets nettbehov trenger finansielle rammer der alle kostnadene i virksomheten blir kompensert – og der anlegg under arbeid behandles likt med all annen kapital.

Detaljerte tilbakemeldinger

Reguleringsmyndigheten for Energi (RME) foreslår endringer i nettinntektsforskriften slik at kapital som bindes opp i anlegg under utførelse i mer enn tre år kan inngå som årlig tillegg til innteksrammen. Hvis denne modellen innføres blir kapital som er bundet opp i anlegg under utførelse uten avkastning i hele tre år.

Endringene som foreslås av RME virker foranlediget av resultatene fra RME ekstern rapport nr. 8/2022 hvor Oslo Economics (OE) vurderte behovet for kompensasjon av anlegg under utførelse. Rapporten konkluderte med at det ikke var grunnlag for å inkludere anlegg under utførelse i avkastningsgrunnlaget fordi dette ville gi risiko for overkompensasjon og uheldige insentiver. Og at det først er ved lange bindingstider at det er påregnelig med en underkompensasjon av kapitalen.

Konklusjonene bygger på en teoretisk feilslutning om at referanserenten skal ta hensyn til alle ulemper ved investeringen, inkludert kapitalbindingen. Dette stemmer ikke og den indirekte begrunnelsen via beta leddet i wacc er en teoretisk avsporing som utfordrer bransjens og kapitalmarkedets forståelse av referanserenten. Referanserenten skal reflektere hva en velinformert rasjonell investor vil kreve i avkastning for å investere kapital i nettvirksomheten. Denne størrelsen er teoretisk og utledet av wacc. Når deler av kapitalen holdes utenfor blir avkastningen på kapitalen lavere enn referanserenten i modellen. Konklusjonene rimer heller ikke med grunnleggende premisser for kompensasjon av kapital, jf. RME ekstern rapport nr. 10/2020 hvorfra det siteres:

«Vår konklusjon er at nettvirksomhet bør bli kompensert hvis det oppstår en nødvendig kapitalbinding som følge av arbeidskapitalbehovet. Enkelt sagt vil det oppstå et netto arbeidskapitalbehov når inntektene mottas etter at kostnadene er betalt, i gjennomsnitt. Da oppstår det en periode hvor nettvirksomhetens midler er bundet opp, og dette er å anse som nødvendig kapital for å finansiere driften. Denne kapitalbindingen bør kompenseres med kapitalens alternativkostnad(...)

NVEs referanserente fastsettes årlig og referanserenten skal reflektere en rimelig avkastning for hele den sysselsatte kapitalen til nettvirksomheten.»

Sitatet overfor knyttes spesifikt til arbeidskapitalen siden dette var tema for rapporten – men arbeidskapitalen er kapital på lik linje med annen kapital – all kapital har en kostnad og krever kompensasjon – det være seg nettkapital, arbeidskapital eller kapital i anlegg under utførelse. Hvis premisset til OE var riktig skulle verken arbeidskapital eller anlegg under utførelse være noen utfordringer – og ikke kompenseres - siden begge deler allerede var kompensert i beta og risikopremien.

I regnestykkene OE presenterer i rapporten nr. 8/2022 er det manglende presisjon i språkbruken. Det OE kaller byggetid 1 år er anlegg helt uten byggetid – dette burde omtales som byggetid 0 år. Det ser man av kontantstrømmene som vises i eksemplene. I eksempelet som heter «1 år byggetid» blir kapitalen kompensert umiddelbart med byggelånsrenter, avskrivninger og avkastninger. I rapporten skrives dette om tidsbegrepet «i eksempel 1 forutsettes det at anleggsperioden er under ett år og at investeringen kan fullføres i sin helhet og aktiveres i samme år som byggingen starter». I alle eksemplene til OE er byggetiden dermed språklig overvurdert og utfordringene med anlegg under utførelse blir systematisk språklig undervurdert. Denne språklige finten har trolig påvirket høringsforslaget til RME når terskelverdien er forslått satt til 3 år – og ikke 2 år. Dette bør rettes opp.

Tensio har reprodusert beregningene til OE der første inntekten faktisk legges til år 2. Dvs. at det er kr 0 i inntekt i år 1 (som viser at anlegg under arbeid i balansen ikke genererer avkastning) – og så kommer første inntekten i år 2 med kr 6,39 – deretter kommer kr 7,5 i år 3 osv. Verdien av denne fremtidige inntektsstrømmen er kr 94,2. Hvis kapitalutlegget på kr 100 legges inn i år 1 vil dette eksempelet reflektere en virkelighet med kapitalbinding i ett år. I en slik analyse sikres konsistente vurderinger hvor gjeldende reguleringsmodell uten avkastning for anlegg under arbeid gjenspeiles.

Verdien av denne kontantstrømmen med ett års anlegg under arbeid uten avkastning er negativ med internrente på 5.05 %. Ergo er avkastningen lavere enn avkastningskravet og referanserenten på 5,13 % i regneeksemplene. Så enkelt kan dette gjøres. Hvis inntektsstrømmene økes med aktiveringer av rente kan deler av verditapet gjenvinnes. Men dette vil avhenge av finansielle disposisjoner og regnskapsmessige tilpasninger som ikke er oppnåelige for alle nettselskaper. Om bindingstiden økes utover det ene året øker svekkes økonomien raskt. Verdien av to års ventetid på samme kontantstrøm er bare kr 89,6. Om utleggene i disse to årene med ventetid er – kr 50 i hvert år - er internrenten så lav som 4,83 %. Hvis det skal være tre års ventetid på inntekter svekkes økonomien ytterligere.

Tensio mener det er uheldig at betydningen av kostnadsnormer og effektiviteter ikke vurderes eller drøftes i rapporten. Selv om det antas at effektiviteten blir 100 % i snitt over investeringens levetid og at effektiviteten er 100 % i bransjen vil effektiviteten gjerne være lav de første årene av en investering. Ulike inntektsprofiler knyttet til forskjeller mellom kostnader og kostnadsnormer påvirker nåverdiene. Lave innledende kostnadsnormer fører til at selskapenes insentiver til å investere er svakere enn det som rapporten får frem. I rapporten skrives det at insentivene til å fullføre investeringene svekkes dersom anlegg under utførelse inkluderes i avkastningsgrunnlaget. Dette er et argument som er grunnleggende feil. Det er det sterke insentiver til å fullføre prosjekter da spenningsatte anlegg vil øke nettoppgaver, kostnadsnormer og sikre fradrag. Siden rapporten har konstruert en modellvirkelighet uten kostnadsnormer blir noen av drøftingene i rapporten uten substans.

Tensio har gjort enkelte egne beregninger som kan avlaste og supplere beregningene til OE, jf. Tabelleksempelene under.

Case	Nåverdi	Sum nominell IR	Investering	Diff IR - referanserate
1. 100 % effektiv-dagens modell	-42	1434	500	-0,80 %
2. 100 % effektiv- AuA med i grunnlaget (inntekter flyttet to år frem)	13	1434	500	0,30 %
3. DEA - modell med kostnadsnorm	-142	1434	500	-2,50 %
4. DEA – modell med kostnadsnorm og inntekter flyttet to år frem	-101	1434	500	-2,00 %

I den første beregningen er det estimert nåverdi fra en investering på kr 500 som er fordelt likt over to år (kr 250 i år 1 og kr 250 i år 2). Prosjektet som aktiveres i sin helhet midtveis i år 3 har en økonomisk levetid på 50 år i analysene. Dette representerer et prosjekt med ca. to års byggetid og jevnt kostnadspådrag. Det er benyttet en avkastningskrav/referanserate på 6,5 %. Driftskostnader er satt til kr 2 og driftskostnadsveksten er 2,5 % årlig.

Når det regnes på dette prosjektet med 100 % konstant effektivitet (kostnadsgrunnlaget = kostnadsnormen) blir nåverdien -42 kroner. Den negative nåverdien kommer av at inntektene uteblir i år 1 og 2. Avkastningen i eksempelet er nesten et helt prosentpoeng lavere enn referanserenten.

Dersom inntektene i beregningen flyttes frem to år blir nåverdien svakt positiv. Dette ligner på en modell der anlegg under utførelse inkluderes i avkastningsgrunnlaget. Inntektene over levetiden er identisk i begge eksemplene med kr 1434, men profilen på inntektene er gunstigere enn under den første beregningen slik at nåverdien blir svakt positiv rundt tilnærmet null.

I den tredje beregningen introduseres effektivitet. Dermed er ikke kostnadsnormen lik kostnadsgrunnlaget i alle år. I denne beregningen er kostnadsnormen lavere enn kostnadsgrunnlaget fra år 3 til år 27 og høyere fra år 28 til år 52. En lav innledende kostnadsnorm gir en lav nåverdi – minus kr 142.

I dette tilfellet vil nåverdien være negativ selv om anlegg under utførelse inkluderes i avkastningsgrunnlaget og inntektene flyttes to år frem – minus kr 101.

Beregningene til Tensio viser at inntektsprofilen har betydning. Selv om inntekten holdes konstant i alle fire beregningene (kr 1434) er nåverdien ulik. Det er bare modellen som inkluderer anlegg under utførelse og 100 % konstant effektivitet hvor referanserenten er oppnåelig i praksis. Alle andre regnestykker er i minus.

Uten en rimelig avkastning vil det investeres for sent og for lite i nettvirksomheten. Dette vil være negativt for verdiskapningen i landet. Slik Tensios regnestykker viser vil selskapene ha svake nåverdier fra prosjekter når kapitalen ikke forrentes og når effektivitetsvirkningene inkluderes. Med effektivitetsvirkninger er det bare mulig å oppnå en rimelig avkastning på kapitalen om anlegg under arbeid får avkastning.

For å sikre bransjen en rimelig avkastning og sikre nett i tide er det nødvendig å erkjenne at anlegg under utførelse, arbeidskapital og nettkapital har like store kostnader og må kompenseres fullt ut med kapitalens alternativkostnad. Nettselskapene som er under hardt press for å levere på samfunnets nettbehov og trenger finansielle rammer som er stabile, forutsigbare og forståelige som sikrer finansiell gjennomføringskraft. Som Tensios beregninger viser oppnås ikke regulert avkastning på kapitalen om anlegg under arbeid holdes utenfor avkastningsgrunnlaget selv ved korte og helt normale byggetider.

Det er mange tekniske og praktiske barrierer som gjør at renteaktivering ikke betyr like mye i virkeligheten som i OEs regnestykker. En praktisk tilnærming til dette er å introdusere et rentetillegg i regulert utgående balanse slik at påløpte kapitalkostnader kommer inn i inntektsrammegrunnlagene i senere år for alle selskaper. Dette kan gjøres ved å justere utgående balanse for anlegg under utførelse med RMEs referanserente på kapitalbasen. Dette sikrer regulatorisk kontroll og gir likebehandling av selskaper uavhengig av ressurs, kompetanse og andre praktiske og tekniske barrierer i selskapene. Ordningen vil kunne innføres raskt med lave administrative oppfølgingskostnader både for selskaper og regulator. Tensio foreslår derfor at anlegg under utførelse tillegges et renteelement i erapp hvor det er RMEs referanserente som er målestokken for selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad. Det kan legges til et felt med automatisk kalkulasjon av rentekorrigert anlegg under utførelse i erapp. På denne måten vil alle selskapene få kapitalkostnadene dekket over inntektsrammen på lang sikt.

Alternativet til denne ordningen er å inkludere anlegg under utførelse i avkastningsgrunnlaget på ordinært vis i de ordinære fastsettelsene. En av disse to løsningene vil være egnet for å rette opp dagens utfordringer knyttet til manglende kompensering av kapitalbasen i nettvirksomheten. Tensio bistår gjerne RME med å undersøke praktiske og administrative virkninger av slike løsninger.

Med hilsen

Vegard Strand

Leder økonomisk analyse og rammevilkårsanalyse

Dokumentet er elektronisk godkjent og trenger ingen håndskrevet signatur.