

Norges vassdrags- og energidirektorat - NVE
Postboks 5091 Majorstuen
0301 Oslo

Sted:
Trondheim

Dato:
01.09.2017

Vår ref:
Deres ref: 201702870

17/00668-2

Svar på høringsdokument 2-2017 - Vurdering av NVEs referanserente – referanse 201702870

1 Oppsummering

Referanserenten skal bidra til at nettselskapene oppnår en rimelig avkastning på sine investeringer gitt effektiv drift, utvikling og utnyttelse av nettet. Rentefastsettelsen bygger på en WACC/CAPM modell. Dersom det forutsettes at denne modellen er egnet til å beregne hva en rimelig avkastning bør være er vurderingstemaet hvilke inputparametre som skal benyttes i modellen. I konsulentrapporten gjennomgås ulike inputparametre og det foreslås å endre enkelte av disse. Summen av forslagene som følger av rapporten innebærer at referanserenten ville blitt redusert med omtrent et halvt prosentpoeng i 2016.

Det har vært investert for lite i nettet over lang tid, men dette bildet har heldigvis snudd i de senere årene. Denne positive utviklingen i investeringsnivået kan knyttes til nødvendige og vellykkede endringer i reguleringen til Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE). Her nevnes innføringen av et investeringstillegg, re-kalibrering av inntektsrammen på bakgrunn av bokførte verdier, og endring i metoden for å fastsette referanserenten.

TrønderEnergi Nett (TEN) vil derfor be NVE utvise varsomhet når de skal vurdere behovet for å endre referanserenten på nytt. TEN ønsker stabile og forutsigbare rammevilkår. Modellen og inputparametrene må reflektere den lange levetiden på investeringen og den økte teknologiske risikoen som nettselskapene står overfor i denne levetiden. Siden investorens avkastningskrav i aktuell modell er økende med risiko, forventet TEN at økt opplevd risiko skulle forplante seg i en økt referanserente. Størrelsen på referanserenten er avgjørende for at selskapene skal kunne investere for å løse sitt samfunnsoppdrag og for å unngå at nettet forfaller.

2 NVEs bestilling, modellapparat og rapportens forutsetninger

NVEs oppdrag beskrives innledningsvis i rapporten. Her fremkommer det at NVE har bedt om en vurdering av risikofri rente, markedspremie og egenkapitalbeta i WACC-modellen. Modellen som sådan, og om denne er egnet til å fastsette referanserenten, er dermed ikke gjenstand for vurdering. Dette reduserer kompleksiteten i oppdraget til konsulentene og det er bare en begrenset drøftelse av hvorfor denne avgrensingen er mulig og naturlig.

Enkelte av forutsetningene modellen baseres på kan i liten grad anses oppfylt. Dette gjelder bl.a. forutsetninger om fullkomment rasjonelle investorer med samme porteføljemodell som er pristakere i et marked med full informasjon, perfekt konkurranse og null transaksjonskostnader. Når modellen brukes vil ikke investorene få kompensasjon for bedriftsspesifikk risiko. Investorene vil gjennom bruk av

TrønderEnergi Nett AS

Telefon: 07250

Postadresse:
Postboks 9480 Torgard
7496 Trondheim

Besøksadresse:
Kløbbeveien 118
7031 Trondheim

www.tronderenerginett.no
firmapost@tronderenerginett.no
Org.nr: NO 978 631 029 MVA

modellen kompenseres for den systematiske markedsrisikoen som ikke kan diversifiseres bort, noe som kan undervurdere egentlig risiko og hva en rimelig avkastning burde anses å være.

Selv om det kan stilles spørsmålsteget ved gyldigheten av modellens forutsetninger er bruk av alternative modeller også beheftet med andre eller tilsvarende svakheter. Mangelen på velfungerende alternativer kombinert med modellens enkle struktur og intuitive oppbygging underbygger modellens popularitet og utbredelse. Det fremkommer bl.a. innledningsvis i rapporten at konsulentene oppfatter at myndighetene synspunkt er at modellen som benyttes er solid teoretisk begrunnet og bransjestandard for regulering av infrastruktur i Europa¹.

Selv om det ikke var en del av bestillingen til NVE har konsulentene også sett på valg av referanse for renteelementet i WACC formelen.

TEN vil drøfte enkelte av rapportens anbefalinger og konklusjoner under punktum 3.

3 Kommentarer til rapportens enkelte merknader

3.1 Nivået på den nøytrale referanserenten

Det teoretiske utgangspunktet er at realrenten kan variere over tid og at avvik mellom faktiske realrenter og nøytrale realrenter kan si noe om hvorvidt pengepolitikken er ekspansiv eller kontraktiv. Den nøytrale realrenten kan påvirkes av grunnleggende forhold i økonomien og av mer forbigående fenomener. Over tid vil den imidlertid bevege seg rundt et nivå som bestemmes av forhold som langsiktig produktivitetsvekst, vekst i befolkning/arbeidsstyrke og langsiktig spreadferd. Det langsiktige nivået som den nøytrale realrenten konvergerer mot omtales som den langsiktige likevektsrenten.

I konsulentrapporten argumenteres det for at den nøytrale referanserenten kan fastsettes til 1 %. Dette representerer en stor reduksjon i forhold til den referanserente som inngår i den nåværende modellen (2,5 %). Det lave rentenivået som anbefales henger bl.a. sammen med at det har vært en lengre periode med lav vekst, urolige økonomiske tider og som igjen har ført til utstrakt bruk av ekspansiv pengepolitikk for å bekjempe lavkonjunktoren og for å få opp aktiviteten i økonomien.

Det har redusert nivået på realrenten og realrenten har i lang tid vært lavere enn det som tidligere er oppfattet som et nøytralt nivå og under historiske gjennomsnittsnivåer. Slik det ble oppsummert forrige gang referanserenten var under vurdering (høringsdokument 1/2012) har realrenten variert over tid. Det ble bl.a. vist til at det i perioden 1960 til 1979 var en periode med negative reelle statsrenter. I perioden som fulgte økte slike realrenter betydelig.

I pengepolitisk rapport 3/16 utgitt av Norges Bank i september 2016 drøftes den nøytrale realrenten globalt og i Norge. Norges Bank peker her på at en del av de forholdene som har trukket ned rentenivået antas å bidra også fremover i tid. Det vises til at den underliggende veksten i produktiviteten ser ut til å holde seg lav, og at arbeidsstyrken vokser sakte i mange land. Samtidig er det indikasjoner på at ettervirkningene av finanskrisen vil gradvis slippe taket, og at aldring av befolkningen i mange land vil påvirke spreadferden. Dermed antar Norge Bank at den nøytrale realrenten vil kunne øke noe fremover fra dagens lave nivåer. Nivået vil likevel ligge under historisk gjennomsnitt og det vil ta tid før renten kommer opp på et nøytralt nivå. Det er likevel viktig å påpeke at det er vanskelig å trekke bastante konklusjoner om nevnte forhold. Den nøytrale realrenten er en teoretisk størrelse som ikke kan observeres. Norges Bank uttaler derfor at anslagene må tolkes med stor varsomhet.

I høringsdokumentet hevdes det at tidsaspektet på den nøytrale realrenten skal ligge mellom den faktiske realrenten og den langsiktige likevektsrealrenten. Da NVE forrige gang vurderte nivået på referanserenten ble det lagt vekt på fordelene med en stabil og forutsigbar referanserente og en valgte derfor å legge mindre vekt på senere års observerte markedsforhold (som var preget av finanskrisen 2007-2008) og forventninger til markedsrentene for de neste påfølgende år. Det ble således lagt mer vekt på at hva et langsiktig likevektsnivå kan anses å være.

¹ Dette fremkommer bl.a. i CEERs seneste gjennomgang av nasjonale investeringsbetingelser i Europa

TEN mener det fortsatt er behov for å ha et langsiktig perspektiv på fastsettelsen av referanserenten. I tillegg til at referanserenten ble sett på i et noe lengre perspektiv valgte NVE i 2012 å legge vekt på at modellen skulle legge til rette for fremtidige investeringer hos nettselskapet. Det var en frykt for at lave renter ville påvirke selskapenes evne og vilje til å foreta nødvendige investeringer. Slike stabiliserende betraktninger må også tillegges vekt hvis referanserenten skal vurderes på nytt.

TEN vil også påpeke at det finnes betydelig med litteratur som vektlegger behov for å justere nivået på den risikofrie renten for lav-beta selskaper bl.a. fordi CAPM modellen straffer «lav-beta» selskaper hvis en studerer faktisk avkastning mot estimert avkastning ved bruk av CAPM for lav-beta selskaper². NVE bes ta dette elementet med i en helhetsvurdering når nivået på risikofri rente fastsettes i modellen.

3.2 Nivået på beta

Siden selskapene ikke skal kompenseres for selskapsspesifikk/prosjektspesifikk risiko er det bare markedsrisikoen som skal kompenseres. Beta er det sentrale risikomålet i CAPM modellen og måler samvariasjonen mellom avkastning på aksjen/selskapet og markedets avkastning. Problemet med å estimere beta består først og fremst i at det ikke finnes observasjoner av nettselskapsbetaer i markedet og at det er få alternative og relevante substitutter for slike observasjoner. Det er en åpenbar svakhet ved analysen at selskapsutvalget i referansegruppen skiller seg mye fra den gruppe selskaper resultatet fra analysen skal anvendes på.

I konsulentrapporten foreslås det at nivået på beta i modellen holdes fast på 0,875. Dette begrunnes både med at det er mangel på relevante sammenlignbare størrelser og at det er observert en begrenset observert endring i gjennomsnittlig egenkapitalbeta fra 2012 frem til i dag. Thore Johnsen (Johnsen) analyse som er utarbeidet på oppdrag fra Energi Norge på det samme datasettet mener derimot at beta har økt i samme perioden. Johnsen viser til at det i konsulentrapporten er brukt månedlig avkastningsdata og ikke daglig avkastningsdata noe som er feil. Dersom en legger daglige avkastningsdata til grunn har beta har økt i perioden. Dette kan gi grunnlag for en oppjustering av beta i rentemodellen.

Det er også grunn til å anta historiske tilbakeblikk for utvalgte selskaper (integreerte energiselskaper og statseide TSOer) ikke er representative og kan underestimere risiko for mindre selskaper med distribusjonsnett. Økt fremtidsrisiko vil heller ikke gjenspeiles i historiske data. Her nevnes bl.a. utviklingen innenfor smarte nett, renewable energy communities, og risiko for redusert nettbehov på lavere nivåer knyttet til utviklingen innenfor distribuert produksjon og lagring.

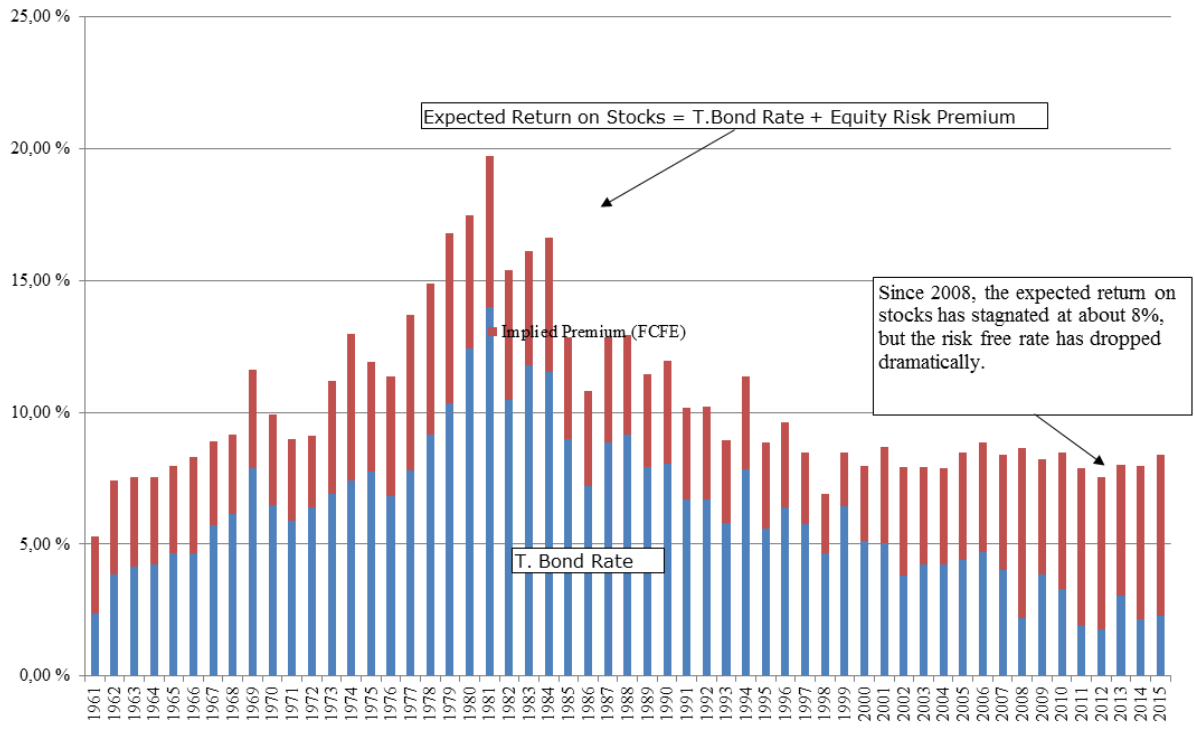
3.3 Nivået på markedspremien

Konsulentrapporten anbefaler at nivået på markedsrisikopremien fastsettes til 5,6 %. Johnsen mener det er grunn for å justere risikoparameterne i modellen – enten ved å øke risikopremien slik rapporten foreslår eller primært ved å justere nivået på egenkapitalbeta eller ved å justere begge disse elementene. Risikopremien kan variere over tid slik som øvrige faktorer i modellapparatet. Det kan være klokt å se denne variasjonen i sammenheng og anvende stabiliserende betraktninger som eksempelvis glidende gjennomsnitt av lange dataserier.

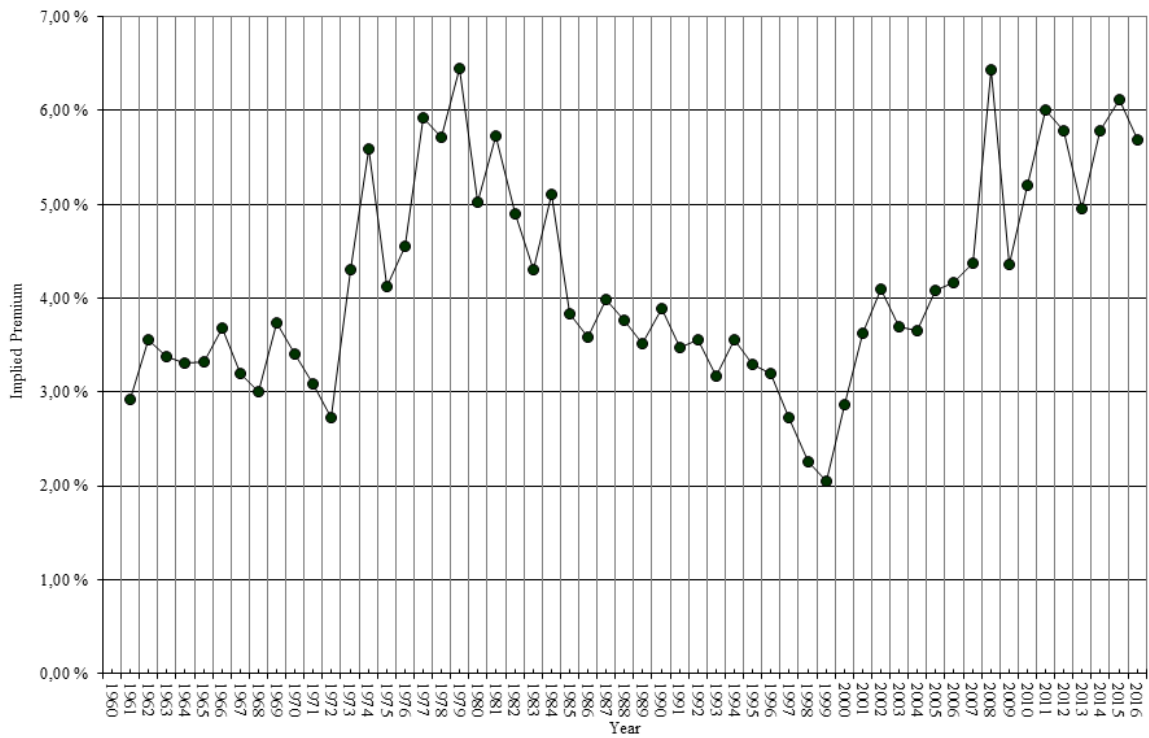
TEN mener en må være konsistent i metodebruken og mener dette kan tale for en justering av både beta og markedets risikopremie når analysene viser økninger i begge disse størrelsene. Det er også interessant er at observasjoner viser at de lave realrentene har blitt motvirket av høyere risikopremier slik at den totale avkastningen har vært stabil selv med fallende risikofrie renter. Dette trekkes også frem av konsulentene i rapporten. Det kan delvis forklares med at noen av de samme forholdene som har påvirket rentebanen også påvirker investorers syn på og preferanser for risiko og således prisen på risiko. TEN mener dette illustreres godt av bl.a. Damodaran som presenterer risikopremien i det amerikanske markedet på følgende vis:

² Low-volatility anomaly

Implied ERP and Risk free Rates



Implied Premium for US Equity Market: 1960-2015



3.4 Metode for fastsettelse av bransjespesifikk kredittpremie og referanse for rentekostnaden i gjeldsledet

Rapporten anbefaler at bransjespesifikk risikopremie settes til Statnett 5 år obligasjon + 30 basispunkter. TEN mener at Statnett + 30 basispunkter vil være uoppnåelig for majoriteten av aktørene i bransjen. Hvis en forankrer kredittpremien til Statnett vil særskilte risikoforhold eller enkelthendelser som utelukkende knytter seg til Statnett og som påvirker kredittrisikoen til Statnett også bli overført til resten av bransjen.

I rapporten anbefales det dessuten en overgang fra 5 års swaprente til flytende rente linket til NIBOR. I rapporten anbefales det å bruke NIBOR + kredittpremie og det indikeres at hovedtyngden av lån i kraftsektoren er basert på flytende rente. Kortere løpetider som i mindre grad samsvarer med levetider for de anleggene som gjelden skal betjene og som ikke gir en rimelig kompensasjon for ev. løpetidspremie støttes ikke av TEN.

3.5 Andre tema som TEN ber NVE se på når referanserenten skal vurderes

NVE bes vurdere hvorvidt nedskrivninger bør behandles likt som avskrivninger i modellen for fastsettelse av kostnadsnormer. Dette kan bidra til en nødvendig nedjustering av investerings- og tapsrisiko for selskapene i bransjen.

NVE bes vurdere å inkludere anlegg under arbeid i kalkuleringsgrunnlaget for avkastningen.

NVE bes vurdere om rentemodellen bør inkludere en likviditetspremie.

Med vennlig hilsen

TrønderEnergi Nett AS

Vegard Strand

fagansvarlig rammebetingelser

Dokumentet sendes uten underskrift. Det er elektronisk godkjent i henhold til interne rutiner.