

Norges vassdrags- og energidirektoratet
Postboks 5091
Majorstua
0301 Oslo

Kommentarer til rapport fra Pöyry Management Consulting og Menon Economics om referanserenten

Oppsummering/konklusjon

Referanserenten skal bidra til at nettselskapene oppnår en rimelig avkastning på siden investeringer gitt effektiv drift, utvikling og utnyttelse av nettet.

Over en lang periode har det vært investert lite i nett. Dette bildet har snudd de senere årene som følge av vellykkede endringer i reguleringsmodellen og en justert metode for å fastsette referanserenten. Det er behov for betydelige nettinvesteringer i årene som kommer.

Behovet for kapitaltilførsel til nettvirksomhet vil trolig være vedvarende høyt i flere år fremover.

Energi Norge vil derfor be NVE om å utvise varsomhet når det skal vurdere behovet for å endre referanserenten på nytt. Energi Norge ønsker stabile og forutsigbare rammevilkår for nettselskapene.

Nettanleggenes lange tekniske levetid og den økte teknologiske risikoen som nettselskapene står overfor i denne levetiden må også reflekteres i referanserentene.

Oppsummert mener Energi Norge at NVE renten må holdes på samme nivå som i dag.

Innledning

NVE har sendt på høring en rapport utarbeidet av konsulentselskapene Pöyry Management Consulting og Menon Economics, hvor de har vurdert parameterne som inngår i dagens referanserente ved beregning av tillatt inntekt for nettselskapene. Høringsfrist 15.9. I forbindelse med høringsuttalelsen har vi fått bistand fra professor Thore Johnsen, NHH.

Hvert femte år vurderer NVE parameterne som legges til grunn i fastsettelsen av referanserenten for nettbransjen. Siste gjennomgang ble gjennomført i 2012, og modellen ble endret med virkning fra 2013.

NVE fikk i år to konsulentselskaper (Pöyry / Menon) til sammen å vurdere om utviklingen i finansmarkedene de siste fem år gir grunnlag for å justere enkelte parametere i dagens metodikk.

Strømnettet er en kritisk infrastruktur fordi nesten alt vi omgir oss med er avhengig av strøm for å fungere.

Strømproduksjonen er stort sett lokalisert på andre steder enn der vi bor og jobber, og strømnettets oppgave er å frakte produsert strøm ut til alle strømforbrukere.

Den teknologiske utviklingen skjer raskt, og det er stor usikkerhet knyttet til utviklingen på forbrukssiden. Energieffektivisering, nytt forbruk fra f.eks. lading av elbiler og batterier er eksempler på endringer som drives fram av et økende klimafokus.

Installasjoner av distribuert energiproduksjon, da særlig fra solceller, og batterier kan være resultatet av teknologiutvikling og subsidier av ulike typer.

Det bidrar til at det er stor usikkerhet knyttet til fremtidig nettbehov. Vi vet ikke om det nettet vi har i dag er det nettet som behøves i fremtiden siden vi investerer med en horisont på 40-60 år. Dette gjør investeringer i nett betraktelig mer usikkert enn tidligere.

Minst like viktig er det også at distribusjonsnettet i Norge i mange tilfeller er gammelt og må byttes ut. Det må derfor investeres mye i nett fremover, og kundene er ikke tjent med at nettselskapet utsetter disse investeringene. Dette vil kunne gå ut over leveringskvalitet og – pålitelighet.

Vi mener at argumentene fra 2012 stort sett er gyldige i dag. Nettbransjen må fortsatt gjennomføre store investeringer i smarte målere, digitalisering, fornyelse av strømmettet mm de nærmeste årene.

De finansielle markedene er fortsatt i en spesiell situasjon etter finanskrisen, men er i ferd til å snu. Det er fortsatt nødvendig med langsiktig og stabil forventning knyttet til avkastning på egenkapital. Dette for å sikre at nødvendige reinvesteringer blir gjennomført.

I tillegg er det slik at bransjen utgjør et viktig bidrag i «det grønne skiftet». Nettselskapenes rolle er viktig for utviklingen av fremtidens energisystem i Norge.

Politisk målsetting om å redusere utslipp av klimagasser både globalt og lokalt vil trolig fremme etablering av mer fornybar energi, men også mer forbruk av elektrisk energi, spesielt som følge av elektrifisering innen transportsektoren.

Dette vil kreve mange investeringer knyttet til overføringskapasitet både relatert til produksjon og til forbruk. Nettselskapenes ønsker også å bidra med investeringer i smarte og rasjonelle nettløsninger for å optimalisere samspillet mellom produksjon, lokal energilagring og forbruk.

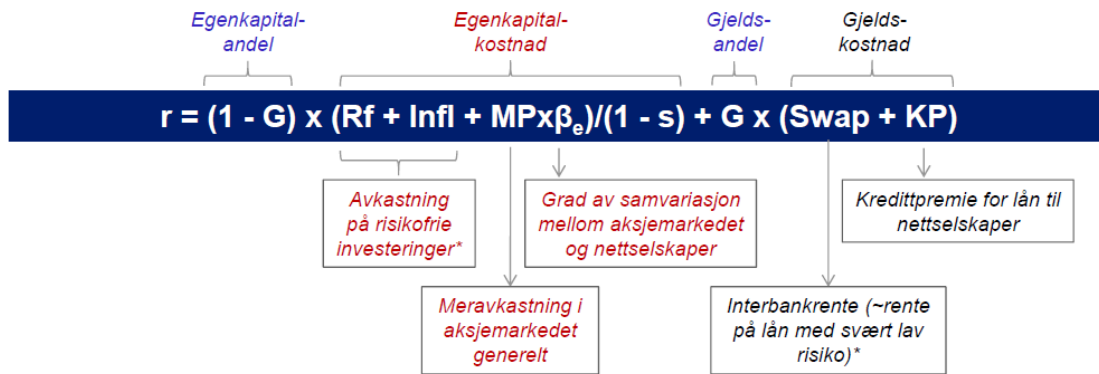
For å få til strukturendringer og ønsket konsolidering av bransjen, som NVE ønsker, er det behov for kapital. Nåværende eiere (som i stor grad er kommuner) har ikke overskudd av det. For å få inn nye eiere, med ny kapital, er det nødvendig at bransjen framstår som attraktiv og med utsikter til god og sikker avkastning sammenlignet med alternativ anvendelse av kapitalen. Vi mener at dette også bidrar til NVE-renten må fastsettes i den «høye enden» av mulighetsintervallet også denne gang, slik NVE gjorde i 2013.

For å innfri på punktene over er det svært viktig at den økonomiske reguleringen av nettselskapene gir riktige insentiver i forhold til å utvikle strømmettet og tilhørende systemer mot et fremtidsrettet energisystem.

Som det tas opp i introduksjonen i rapporten, er *forutsigbarhet* en viktig faktor for å tiltrekke seg kapital og fremme investeringer.

Slik vi oppfatter det, var dette også et viktig moment ved NVEs arbeid som ligger til grunn for dagens referanserente. Samtidig ser vi at det er viktig at den økonomiske reguleringen av nettselskapene justeres i forhold til samfunnsutviklingen. Men slike justeringer bør også ta hensyn til de langsiktige investeringene som allerede er gjort. Hvorvidt og i hvilken grad en over tid skal justere referanserenten er et sentralt spørsmål i denne sammenheng, og vi mener at NVE må tilstrebe en rente med et langsiktig perspektiv.

NVE renten skal gi netteier rimelig avkastning på investert kapital og beregnes ved hjelp av WACC-formel ("weighted average cost of capital").



NVE renten fra 2012, NVEs forslag og generelle kommentarer

Under vises NVE renten fra 2012;

NVE-renten fra 2012

$$\begin{aligned}
 R &= \left[\frac{E}{G + E} \right] \cdot (\bar{R}_f + \text{InfI} + \beta_E \cdot \text{MP}) / (1 - s) + \left[\frac{G}{G + E} \right] \cdot (\text{Swap} + \text{KP}) \\
 \beta_E &= \beta_A / \left[\frac{E}{G + E} \right] = 0,35 / 0,40 = 0,875 \\
 &= 0,40 \cdot (2,5\% + \text{InfI}_{2\text{år}, 2\text{år}} + 0,875 \cdot 5\%) / (1 - s) \\
 &\quad + 0,60 \cdot (\text{Swap}_{5\text{år}, \text{årssnitt}} + \text{KP}_{\text{kraft}})
 \end{aligned}$$

- ◆ Fastsatt til **6,32** % for 2016:
- $$= 0,40 \cdot (2,5\% + 2,5\% + 4,4) / (1 - 0,25) + 0,60 \cdot (1,2\% + 1,0\%)$$
- ◆ **EK-kravet er langsiktig normalisert og rel. konstant, mens gjeldskostnaden reflekterer dagens lavrente og varierer**
 - ◆ Pr. 23. juni 2017 ville gitt ca. **6,5** % for 2017 pga. høyere Swap 1,5 %

Forslaget fra Pöyry / Menon er som følger;

- Fast realrente i EK-kravet redusert til 1 % fra 2,5 % mens markedspremien er økt til 5,6 % fra 5,0 %
- Begge endringer antas å reflektere en fortsatt internasjonal lavkonjunktur, men skal uttrykke mer langsiktige normalnivåer
- Uendret EK-risiko målt ved beta 0,875, som er basert på forretningsbeta 0,35 og gjeldsgrad
- Beholder at gjeldsrente er avledet fra dagens lavrente-marked. Foreslår at 3m NIBOR benyttes som basisrisikofri rente, ikke 5-år swap, fordi selskapene bruker flytende lån
- Gjeldsandel: 0,60 (ingen endring)
- Årlig snitt kredittpremie for kraftselskaper med rating minst BBB+ byttet ut med kreditt premie for Statnett 5-års obligasjoner påplussset et tillegg på ca. 0,3 %

Rf – Riskofri rente

Beregnet effekt av foreslåtte endringer på 2016-renten

	Dagens modell	Foreslått endr
		Lokal-/regionalnett
Risikofri rente (EK)	2,50 %	1,00 %
Markedspremie	5,00 %	5,60 %
Egenkapitalbeta	0,875	0,875
Optimal gjeldsandel	60 %	60 %
Risikofri rente (gjeld)	1,18 %	1,07 %
Kredittpremie	1,00 %	1,17 %
<i>Inflasjon</i>	2,53 %	2,53 %
<i>Skatt</i>	25 %	25 %
Beregnet rente i 2016	6,32 %	5,84 %

Hovedargument for å endre på metodikken fra og med 2013 var et behov for å speile bransjens faktiske kapitalkostnader på en bedre måte, i en tid der nettbransjen måtte gjennomføre store ny- og reinvesteringer.

Faren med en rente under det som anses å gi rimelig avkastning på investert kapital, var en svekkelse av bransjens evne og viljen til å gjennomføre investeringer, siden det gjør det vanskeligere å tiltrekke nødvendig kapital. Argumentene er fortsatt gyldige i dag, hvis ikke mer relevante enn i 2012. Dette har betydning for nivået på den faste realrenten som ikke bør settes for lavt.

I tillegg er NVEs regulering stadig strammet inn. Minimumsavkastning ble redusert, krav om selskapsmessig og funksjonelt skille er vedtatt, samt endringer i reguleringsmodellen selv, gjør at risikoen for selskapene øker.

NVE vil nå vurdere å øke vektning av kostnadsnormene (fra 60/40 til 70/30), fjerning av minimumsavkastning samt en felles reguleringsmodell for distribusjons- og regionalnett mm.

Endringer i modellen har påvirket og vil påvirke nettselskapenes avkastning. Risikoen knyttet til enkelte selskaper og bransjen generelt, har økt som en direkte konsekvens.

Det er viktig å ta med i betraktningen at rentene nå er kunstig lave. Det er derfor viktig å ha en modell som er robust over en lengre periode, slik at man ikke ender tilbake i situasjonen før 2013, hvor regulert avkastning var for lav til å dekke lånekostnader og gi tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen.

Nettselskapene trenger forutsigbare rammebetingelser for å tiltrekke seg nødvendig kapital under nye rammebetingelser i finansmarkedene i årene fremover. Vesentlige endringer i dagens modell vil oppfattes som svært negativt av investorer i obligasjonsmarkedet.

Prinsippet om å benytte en WACC-modell for fastsettelse av NVE-renten framstår som et godt og anerkjent prinsipp.

Nedenfor vil vi gi våre kommentarer til kontrollforskriften og de ulike parameterne i henholdsvis egenkapital- og gjeldsleddet.

Kontrollforskriften

"Kontrollforskriftens § 7-2 sier følgende: "Årlig inntektsramme fastsettes slik at inntekten over tid skal dekke kostnadene ved drift og avskrivning av nettet, samt gi en rimelig avkastning på investert kapital, gitt effektiv drift, utnyttelse og utvikling av nettet." Samtidig ønsker NVE en regulering tilpasset finansmarkedene. Dette betyr at et nettselskap som er gjennomsnitt effektivt basert på total kostnader, bør kunne oppnå en rimelig avkastning slik denne defineres av markedene.

Premisset gjelder også for bransjen som helhet gitt dens sammensetning. Effektive nettselskap kan oppnå en høyere avkastning og ineffektive nettselskap en lavere avkastning. Incentivmekanismen bygger på en effektivitetsevaluering.

I Menon Economics og Pöyry Management Consultants sin rapport står følgende (kapittel 4): "Referanserenten skal imidlertid ikke hensynta ineffektivitet i kapitalmarkedet som skyldes selskapets størrelse, struktur eller kompetanse, ettersom disse egenskapene er en konsekvens av eiernes disposisjoner, samt at man fra myndighetens side ønsker å gi incentiver til en konsolidering i sektoren."

Sitatet og måten dette er tolket på kjenner vi oss ikke helt igjen i.

Referanserenten skal, slik vi forstår det, være markedsbasert og representativ for bransjen. Det skal ikke brukes som et verktøy for konsolidering i sektoren, men være nøytral for dette. Hvis en ved fastsettelse av den bransjespesifikke kredittpremien utelater å ta utgangspunkt i lånekostnader til et representativt gjennomsnittlig selskap eller bransjen som helhet, så vil verken et gjennomsnittlig selskap eller bransjen som helhet kunne oppnå en rimelig markedsbasert avkastning. Dette vil trolig bryte mot intensjonen i reguleringen.

Menon Economics og Pöyry Management Consultants hevder at nivået de foreslår for bransjespesifikk kredittpremie ikke tar hensyn til selskapenes størrelse, struktur eller kompetanse. Dette stemmer ikke. Deres vurdering tar vel nettopp utgangspunkt i et utvalg større regionale selskap. En nøytral tilnærming ville krevet at en tok utgangspunkt i et nivå som er representativt for hele bransjen, et slags vektet snitt.

Egenkapitalleddet

Risikofri rente

Konsulentene foreslår å opprettholde at risikofri rente skal baseres på en fast realrente, men at den faste realrenten reduseres til 1 %. Vurderingen er basert på dagens situasjon i finansielle markeder.

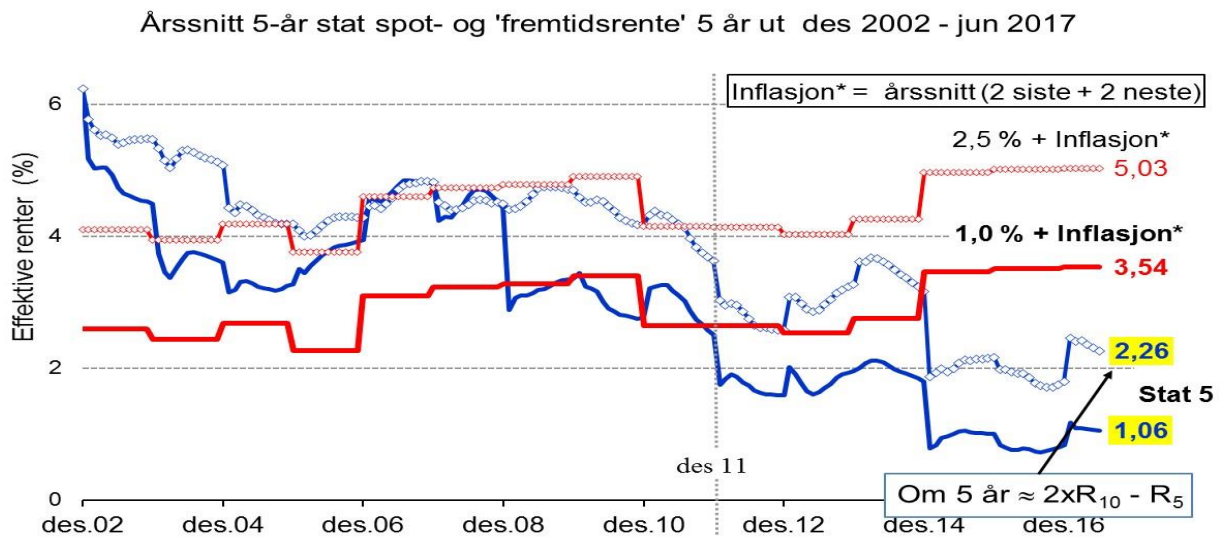
NVE ser for seg å sende en eventuell endring av forskrift om kontroll av nettvirksomhet på høring i 2018, med virkningspunkt fra 2019. Realrenten vil da ligge fast i flere år.

Mye tyder på at verdensøkonomien har snudd, og styringsrenten er på vei opp i flere land. Da NVE endret renten fra 2013, skulle den også kompensere for flere år med for lav rente.

I den vurderingen NVE nå skal gjøre, er det viktig at NVE tar høyde for den fremtidige utviklingen for å unngå at realrenten fastsettes for lavt i forhold til den finansielle situasjonen bransjen vil finne seg i 2019 og fremover.

Forslaget om 1 % realrente følger fra Thore Johnsen's/NHH tidligere forslag, f.eks. for Høyesterett i 2014 (Samfunnsøkonomen, 6/2016), for NKOM i 2016 for regulering av telekom hhv. fastlinje og mobil og forklart i møter med Energi Norge i 2016 og NVE.

Bruk av en lavere risikofri realrente på 1% reflekterer relativt langsiktig (minst 5 – 10 år) normalisering i forhold til dagens fortsatt ekstreme rentemarked med negative lange realrenter i Norge (og Europa). Dagens regelverk (se figur under – Kilde: Thore Johnsen) har gitt et økende avvik i forhold til lange statsrenter fra starten på Euro-krisen høsten 2011. Norske statsrenter har fortsatt å falle, men har steget noe i 2017. 5-års renten er nå på ca. 1.1 % og implisitt "fremtidsrente" 5 år er ca. 2.3 % (års snitt)



10-års amerikanske realrenter stat handles nå på + 0,5 % og faktisk til hele + 1,5 % som implisitte 'fremtidsrenter'. Norsk realrente har historisk ligget ca. 1,0 % høyere enn for USA og andre større økonomier. Det kan tolkes som valutarisikopremie for et lite, økonomisk åpent land, noe også Norges Bank har hevdet.

Dette tilsier at den risikofrie realrenten ikke bør reduseres så mye som konsulentene foreslår i rapporten, noe også Thore Johnsen antyder. Energi Norge mener at risikofri realrente må forventes å representere et relativt stabilt element vurdert i et lengre tidsperspektiv. Det å mer enn halvere risikofri realrente fra en reguleringsperiode til neste, slik konsulentene foreslår, uttrykker en mangel på forutsigbarhet som gir uheldige signaler til aktørene som kan få innvirkning på interessen til å gjennomføre nettinvesteringer.

Økonomien er på vei opp i flere land, for eksempel i USA (styringsrenten har blitt satt opp flere ganger de siste månedene), i Europa og også i Norge. Norges Bank forventer at styringsrenten i Norge vil øke frem til 2022, som er et tegn på at økonomien er på riktig vei. Dersom økonomien har nådd bunnen, er det sannsynlig at å fastsette den nøytrale realrenten med utgangspunkt i dagens marked, vil medføre at den må skrus opp igjen i horisonten 2020-2022. Dette for å unngå at referanserenten ligger under det markedet tilsier.

I dagens metodikk er den nøytrale realrenten fastsatt til 2,5 prosent. Konsulentene som laget rapporten som er sendt på høring, anbefaler å justere den nøytrale realrenten ned til 1 prosent. *Samtidig understreker konsulentene at de ikke tok hensyn til momenter som taler for at renten ikke skal settes for lavt. Dette for å unngå at investeringsaktiviteten strupes.*

Markedspremie

Generelt er det viktig å ha samme tidsperspektiv for de ulike parameterne i modellen. Nettinvesteringer har svært langt investeringsperspektiv og parameterne i modellen bør derfor også representere dette. En lavere realrente reflekterer en relativt langsiktig (minst 5-10 år) lavere økonomisk vekst.

Dette vil i så fall gi en større risiko enn tidligere, noe som bør reflekteres i f.eks. en større markedspremie, og/eller en større forretningsbeta og/eller en større normal kredittpremie.

Egenkapitalbeta

Menon/Pöyry argumenterer for kun en økt markedspremie 5,60 %.

Selv om dette kan ha noe for seg mener Thore Johnsen, NHH at et bedre, mer velfundert alternativ er å øke egenkapitalens betarisiko til 1,0 basert på hans analyse

Gjeldsledet

Swap versus NIBOR

Når det gjelder gjeldsledet i WACC-formelen ser vi klart behovet for å forankre denne annerledes enn i dag. Forslaget om å knytte den opp mot obligasjonsrenter for Statnett pluss et fast påslag virker fornuftig.

Når det gjelder koblingen til NIBOR, mener vi i utgangspunktet at NIBOR ikke er særlig godt egnet som referanserente. NIBOR har høyere volatilitet enn 5 års renten, og vil skape større svingninger og mindre forutsigbarhet i nettrenten. NIBOR er i tillegg til normal markedsvolatilitet også usatt for tidvis store utslag av for eksempel likviditetspremie.

En slik endring vil videre skape behov for omstilling i hvordan kraftselskapene innretter rentesikringen. Mange selskaper har innarbeidet dagens referanserente som et grunnlag for sikringsstrukturen. Ved en potensiell endring, bør det lages en overgangsordning slik at nettselskapene får reell mulighet til å refinansiere i tråd den nye koblingen.

Selskapene håndterer risiko basert på dagens WACC-formel og må få anledning til å endre dette på en slik måte at risikoen ikke øker.

Markedspremien

Kredittpremien

Konsulentene anbefaler i tillegg å bytte ut dagens kredittpremie med kredittpremie for Statnett 5-års obligasjoner påpluss et tillegg på ca. 0,3 %. Denne begrunnes i, blant annet, at Statnetts kredittpremie har vært ganske stabil de siste 6 årene.

Det ligger en risiko ved å knytte enkelte elementer til ett selskap, siden en endring i regulering eller andre hendelser som gjør det dyrere/billigere å hente kapital, kan medføre unødvendige konsekvenser for bransjen, spesielt i det tilfellet der påslaget ligger fast.

Vi anbefaler NVE å vurdere denne risikoen svært grundig før Statnett legges til grunn som referanse i modellen. Statnett har andre forutsetninger enn et vanlig nettselskap, bl.a. at selskapets effektivitet har ligget fast på 100 % over perioden. kredittpremien observeres og beregnes i dag som et snitt av en del større selskapers lånevilkår. Utvalget er begrenset av et minimum kredittrating og bare selskaper som er så store at de har denne type lån og at de i tillegg rates, inngår. Statnett inngår også. Siden Statnett, både på grunn av sin størrelse og som SF med en annen (og bedre) regulering, er derfor ikke direkte sammenlignbart med øvrige nettselskap og bør derfor ikke inngå i fastsettelse av kredittpremien. Statnett bidrar til å trekke premien ned.

Forslaget fra konsulentene om å fastsette kredittpremien utfra Statnett sine vilkår med et tillegg på 0,3% støttes ikke.

Vi mener at dagens metode for fastsettelse av kredittpremien bør videreføres.

Et ensidig risikobilde tilsier økt risiko, noe som trolig betyr en høyere kredittrisikopremie enn det vi har i dag.

Vennlig hilsen

Energi Norge



Einar Westre
Direktør nett og marked



Trond Svartsund
Næringspolitisk rådgiver