

Norges vassdrags- og energidirektorat

Sendt per epost til nve@nve.no

Deres referansenummer: 201702870

Vår kontaktperson: Audun Wiig

Vårt ref.nummer. 17-01388-1

Vår dato: 14.09.2017

Vurdering av NVEs referanserente – konsulentrapport

KS Bedrift er en arbeidsgiver- og interessepolitisk organisasjon for om lag 90 energiselskap. Mens våre medlemsselskap er aktive i hele verdikjeden, har majoriteten av selskapene nett som viktigste forretningsområde. Flertallet av selskapene påvirkes derfor direkte av endringer i NVEs referanserente, noe som er bakgrunnen for KS Bedrifts høringsvar.

Sammendrag

Det er beregnet at rundt 140 milliarder kroner skal investeres i det norske strømmettet de kommende årene. Betydelige deler av denne summen skal investeres i distribusjonsnett. Den teknologiske utviklingen innebærer at det i årene fremover vil komme mer desentralisert fornybarproduksjon, hvor mye vil koples til distribusjonsnivået. Kundeprofilene endres. Dette øker kompleksiteten i det norske kraftnettet, ettersom flyten i nettet vil kunne endres raskt. Nettselskapene vil måtte investere i ulike deler av nettdriften, noe som øker kapitalbehovet til selskapene. Samtidig øker risikoen for feilinvesteringer.

Ved den store omleggingen i 2012 var tunge vitenskapelige miljøer involvert i arbeidet. Etter grundige vurderinger endte da NVE på dagens modell. Referanserenten skal nå vurderes hvert 5. år. KS Bedrift vurderer at de langsiktige utviklingstrekkene som ble lagt til grunn under siste vurdering, i liten grad har endret seg. KS Bedrift mener derfor at forslaget fra Pöyry Management Consulting og Menon Economics ikke er i tråd med den langsiktige tenkningen som bør danne bakgrunn for rentefastsettelsen og at det ikke er behov for vesentlige endringer i modellen.

Forslaget til endringer

NVEs referanserente er basert på en WACC-modell, som dermed gir selskapene en avkastning basert på selskapenes gjelds- og kapitalkostnad. Grunnet utvikling i rente- og finansmarkedet foreslår rapportforfatterne Pöyry Management Consulting og Menon endringer i parameterne som inngår i WACC-modellen:

- Senke den risikofrie renten til 1%
- Øke markedspremien til området 5,6-5,7%, noe som i noen grad vil veie opp for en lavere risikofri rente.
- Innføre et mål for kredittpremie basert på 5-års obligasjoner utstedt av Statnett pluss fast påslag på 25-30 basispunkter
- Erstatte 5-års swaprente med NIBOR, renten for utlån mellom norske banker
- Innføre en egen referanserente for Statnett.

I henhold til rapporten vil disse grepene føre til at NVEs referanserente reduseres fra dagens 6,32% til 5,84%.

KS Bedrifts vurdering

Til tross for at en reduksjon i NVEs referanserente på drøyt 0.5% ved første øyekast fremstår som mindre dramatisk, ser KS Bedrift flere problematiske sider ved de foreslåtte grepene i rapporten:

Mer enn en halvering av risikofri rente innebærer en betydelig reduksjon i avkastningen på selskapenes nettkapital. KS Bedrift mener en slik reduksjon, på et tidspunkt hvor selskapene står overfor historisk store investeringer, sender et feil signal. Vi mener investeringer bør gi en realavkastning godt over den foreslåtte én prosent.

- Med økende elektrifisering av det norske samfunnet, herunder i transportsektoren, i tillegg til at det i økende grad skal tilrettelegges for distribuert fornybarproduksjon, stilles norske netteiere overfor en mer kompleks drift. I tillegg til at eldre utstyr når slutten av sin levetid, må det investeres i komponenter som tar høyde for endret kraftflyt og endrede krav til kapasitet. Strømnettet bør derav oppfattes som et attraktivt investeringsobjekt, noe som også stiller krav til nivået på renten.
- Foreslåtte endringer i norsk lovgivning åpner for å øke profesjonelle investorer (livselskap) satsing i norske nettselskap, noe KS Bedrift mener er en ønsket utvikling. For at sektoren skal fremstå som attraktiv, må aktørene sikres fornuftig avkastning på investert kapital utover risikopåslaget.
- Strukturen i nettbransjen står overfor endringer, eksempelvis knyttet til selskapsmessig og funksjonelt skille. Det er forventet flere fusjoner blant eksisterende nettselskap fremover, noe som vil påvirke fronten – og som dermed vil kunne påvirke det enkelte nettselskaps effektivitet, med påfølgende fall i inntektsramme for noen selskaper. Dette øker usikkerheten blant nettselskap og eiere, en usikkerhet som kommer i tillegg til redusert avkastning på investert kapital. Begge elementer vil kunne påvirke investeringslysten. Som tidligere påpekt, er det viktig at investeringstakten opprettholdes.
- I rapporten heter det videre at *«kun et fåtall norske nettselskap har tilgang til finansiering i obligasjonsmarkedet»*. Videre står det at *«referanserenten skal ikke hensynta ineffektivitet i kapitalmarkedet som skyldes et selskaps størrelse, struktur eller*

kompetanse, ettersom disse egenskapene er en konsekvens av eiernes disposisjoner, samt at man fra myndighetenes side ønsker å gi insentiver til en konsolidering i sektoren (vår understreking). Dersom NVEs ønske om sammenslåing gjenspeiles i referanserenten, mener vi dette er svært uheldig. Referanserenten må være så nøytralt innrettet som mulig.

- Om renten er ment å skulle slå ulikt ut for selskap basert på størrelse, mener vi NVE går ut over sitt mandat. Mens direktoratet er opptatt av nettselskapenes nøytralitet, må NVE som monopolregulator også være en nøytral institusjon. Om valg av referanserente er ment å skulle slå negativt ut for mindre selskaper, og renten dermed blir verktøy for å tvinge frem strukturendringer, fremstår NVE derimot mer som en regulator av *strukturen* i industrien heller enn en monopolregulator.
- Grunnet klimaendringer er det forventet økte utfordringer for nettselskapene, blant annet at utgiftene til KILE vil øke som følge av mer ekstremvær. Dette vil gi seg utslag i lavere nettoinntekt for nettselskapene, noe som vil kunne bidra til lavere investeringsvilje dersom utsiktene til avkastning reduseres.

KS Bedrift er enig i målet om å sørge for et så robust nett som mulig, til lavest mulig pris. Utbygging av kraftnettet skal være samfunnsøkonomisk lønnsomt. Vi mener derimot det er fornuftig å legge til rette for lavere investeringer ved å gi insentiver til alternativer til utbygging, heller enn å senke avkastningen på investeringer for dermed å gjøre investeringer mindre attraktive.

Tidsperspektivet

Rapporten påpeker at tidsperspektivet til nøytral realrente må sees i sammenheng med konjunktursykluser, normalt sett 5-10 år. Rapportforfatterne skriver at mens nettinvesteringers varighet er satt til 40 år, kan eierne ha et kortere tidsperspektiv for varigheten av eierskapet enn dette. KS Bedrift mener levetiden på investeringer må være førende for komponentene i NVE-rentens WACC-modell, ikke antakelser om eiernes tidsperspektiv. Ettersom NVE-renten justeres i et intervall på fem år, mener KS Bedrift også det er uheldig å fremskrive et fortsatt lavt rentenivå i tid, spesielt ettersom veksttakten i den norske økonomien tar seg opp. Eksempelvis forventer Norges Bank at styringsrentene vil øke frem mot 2022 fra dagens lave nivå. Det er uheldig å justere renten for langsiktige investeringer på kortsiktige signaler i finansmarkedene.

Ettersom renten i henhold den foreslåtte modellen vil være dominert av risikopåslaget og ikke realrenten, vil modellen naturlig nok være i overkant følsom for endringer i øvrige industrielle sektorer. Dersom risikopremien i sektorer som legger grunnlaget for risikovurderingen i NVEs WACC-modell faller, vil referanserenten tilsvarende falle. Dette vil bidra til at investeringer i norske nettselskap fremstår som mindre attraktive. Dette tilsier at den risikofrie renten bør holdes høyere enn i forslaget. En lav rente vil være uheldig med henblikk på det betydelige investeringsbehovet i det norske nettet.

Kraftsektorens kredittpremie

Vi vil også benytte anledningen til å belyse inkonsistenser i konsulentrapportens vurderinger av kredittpremie i kraftsektoren.

I rapporten heter det at kraftsektorens kredittpremie er preget av store variasjoner. Påslaget på 30 basispunkter fremstår som noe vilkårlig valgt av rapportforfatterne. Vi kunne ønsket å få bakgrunnen for dette påslaget bedre belyst.

Mens vi mener en frikopling mellom Statnett og øvrige nettselskap gjennom innføring av ulik referanserente er fornuftig (som kommentert under), vil Statnett-obligasjoner i den nye WACC-modellen fremdeles utgjøre ankeret for referanserenten for nettselskapene.

NIBOR vs. 5-årig swaprente

Mens rentekostnaden for nettselskap i dag er satt til gjennomsnitt av 5-årig swaprente, foreslår rapportforfatterne å bytte til NIBOR. Bakgrunnen for dette er en antakelse om at «hovedtyngden av lån i kraftsektoren er basert på flytende rente». Denne antakelsen er ikke nødvendigvis riktig. Mange nettselskap benytter en portefølje av ulike typer lånefinansiering. Videre er det sannsynlig at investering av infrastruktur fremover i økende grad vil komme fra kapitalmarkedet, gjennom obligasjonsutstedelser. Årsaken er at kapitalkrav som pålegges bankene på bakgrunn av Basel III-føringer kan medføre prioritering av korte finansieringsperioder ettersom løpetiden på innlån i større grad enn tidligere må matches med utlån. Andre investorer – som livselskap – vil da kunne fremstå som mer aktuelle for langsiktig finansiering.

Øvrige forutsetninger

Også andre forutsetninger i rapporten fremstår som noe svakt begrunnet. Forfatterne har eksempelvis lagt til grunn at selskapene opprettholder om lag samme andel anleggsbidrag av nyinvesteringer som i dag. Ettersom NVE skal sende ut et forslag om anleggsbidrag i masket nett på høring, noe som blant annet vil gjenspeile antatt fremtidig økning distribuert produksjon tilknyttet distribusjonsnett, mener KS Bedrift det er for tidlig å si om andelen anleggsbidrag vil holde seg stabil fremover.

Egen referanserente for Statnett

KS Bedrift stiller seg positiv til forslaget om en egen referanserente for Statnett.

- Med den norske staten som eier er den finansielle risikoen i Statnett betraktelig lavere enn i øvrige norske nettselskap.
- NVEs referanserente er et middel i en monopolistregulering, hvor selskapenes effektivitet måles opp mot hverandre i en konkurransesituasjon. Statnett måles naturlig

nok ikke mot andre selskap i Norge. Dermed er det i utgangspunktet ikke mye som taler for at samme WACC-modell skal benyttes på Statnett som andre nettselskap.

Oppsummering

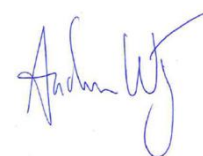
KS Bedrift stiller seg kritisk til flere av forslagene i rapporten fra Pöyry Management Consulting og Menon Economics. De langsiktige utviklingstrekkene har ikke endret seg siden forrige vurdering av NVE-renten. Under forrige vurdering opptrådte tunge fagmiljøer som rådgivende instanser i arbeidet.

Vi mener mye taler for å opprettholde dagens modell og avkastning på kapitalen. Investeringsbehovet i selskapene vil øke, og det åpnes for at flere profesjonelle investorer lettere skal kunne investere i den norske nettbransjen – da er det viktig å gi avkastning på investert kapital. Når en kredittpremie som ikke fremstår som spesielt godt fundert skal være hovedkilden til avkastning, mener vi den foreslåtte modellen har betydelige svakheter.

Med vennlig hilsen,



Asle Strand
Direktør KS Bedrift Energi



Audun Kolstad Wiig
Næringspolitisk rådgiver