

Norges vassdrags- og energidirektorat
nve@nve.no

Dato: 15.09.2017
Vår referanse: 624576/v1
Deres referanse: 201702870

Høringsvar - vurdering av NVEs referanserente

Vi viser til høringsdokument nr-2-2017 datert mai 2017 der NVE ber om innspill på en rapport skrevet av Poyry Management Consulting og Menon Economics på oppdrag for NVE. I rapporten har Poyry og Menon vurdert de forskjellige parameterne som inngår i beregningen av NVEs referanserente.

Agder Energi vil innledningsvis peke på betydningen av en "riktig" fastsettelse/beregning av referanserenten og ikke minst en forutsigbarhet i denne beregningen. Bransjen opplever i dag en større åpning for restrukturering enn på lenge og flere nettselskap er i spill. Det skyldes at flere finner det interessant å selge seg ned/ut og realisere verdier mens andre ser bransjen som interessante investeringsobjekt og ønsker å kjøpe seg opp. En verdisetting av et nettselskap er nært knyttet til NVEs referanserente da denne jo er et uttrykk for hvilken avkastning man bør kunne forvente. Det burde være åpenbart et en hyppig endring av parameterne i modellen vil skape større usikkerhet i kjøpers verdivurdering, øke risikoen og kunne bli en hemsko for en videre restrukturering.

Agder Energi mener at dagens formel for bestemmelse av NVEs referanserente bør videreføres. Dette mener vi er viktig for å skape nødvendig forutsigbarhet for en bransje som foretar investeringer med en tidshorisont på 30-50 år, og ikke minst fordi bransjen står midt oppe i investeringer som krever stor tilførsel av kapital. I tillegg trenger bransjen i dag incentiver som kan understøtte en ytterligere restrukturering.

Vi er, som NVE, bekymret for den økning i tariffnivå prognosene tilsier de nærmeste årene og innser at et regulatorisk virkemiddel for å dempe økningen kan være å redusere referanserenten. Å dempe framtidig tarifføkning på denne måten kan få vidtrekkende følger samtidig som tariffvirkningen er svært marginal. Tariffene vil være noe høyere, men 1%-poeng reduksjon i referanserenten vil sannsynligvis ikke utgjøre mere enn ca. 0,6 øre/kWh (0,75 øre/kWh inkl. MVA) sett fra en sluttbruker (basert på 60 MRD i nettkapital og 100 TWh i forbruk). På den annen side vil det ikke være problemer med å skaffe finansiering. Settes referanserenten derimot for lavt er det stor sannsynlighet for at kapitaltilgangen blir lavere og nødvendige investeringer blir skjøvet ut i tid. Det samfunnsøkonomiske tapet kan da lett bli større enn tapet knyttet til en noe høy avkastning.

WACC-modellen

Agder Energi oppfatter det slik at det ikke er selve modellen som er under debatt. Modellen har, slik Poyry uttrykker det "en solid teoretisk begrunnelse, og må sies å være tilnærmet bransjestandard for regulering av infrastruktur i Europa". Vi støtter dette og mener at en WACC-modell er godt egnet til formålet. I WACC-formelen inngår det flere elementer som kan fastsettes på forskjellige måter med forskjellige referanser. Det er her Poyry/Menon foreslår noen endringer fra dages praksis.

Egenkapitaldelen i WACC-formelen

Nivået på den nøytrale referanserenten

Poyry/Menon påpeker at den nøytrale realrenten har falt betraktelig siden "forrige gang NVE bestemte avkastningskravene for nettselskaper". Dette er utvilsomt riktig og er et resultat av pengepolitiske stimulanser fra den amerikanske og europeiske sentralbanken. Alle forventer at disse stimulansene vil bli fjernet og at rentene vil øke. Skulle man nå redusere den nøytrale realrenten som følge av dette kan man fort ende opp i den situasjon vi var før 2013 der den regulerte avkastningen ble for lav til å dekke lånekostnadene og gi en tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen. I så fall må man endre på nytt igjen. En slik "jo-jo" regulering vil selvfølgelig påvirke investorenes risikovurdering mht. sine eierposisjoner i nettvirksomhet.

Poyry/Menon foreslår på bakgrunn av dette en nøytral realrente på 1%. Denne anbefalingen må, slik vi ser det, være relatert til en tidshorisont på 5-10 år. Dette er alt for kort i forhold til den tidshorisonten nettinvesteringene må sees imot. Dagens nivå på 2,5% må ansees som et riktigere nivå når man legger en lang tidshorisont til grunn.

Regelverket for livselskap er i ferd med å endres for å tilrettelegge for at disse i større grad kan gå inn på eiersiden i nettselskap. Slike selskaps forpliktelser har en langsiktighet som passer godt til langsiktigheten i nettinvesteringer. For slike selskap vil det være naturlig å forutsette en positiv fast realrente i beregningen av langsiktig avkastningskrav selv om den observerte realrente kan være negativ i enkeltår.

Markedspremie

Basert på resonnetet knyttet til den nøytrale referanserenten mener Agder Energi at vi må benytte et langt perspektiv ved vurderingene. Vi er derfor enig med Poyry/Menon når de skriver: *"Om de i stedet benytter et svært langsiktig perspektiv som argument for å holde risikofri rente uendret må også dagens markedspremie på 5 prosent videreføres"*.

Det viktigste mht. markedspremie blir da å benytte det samme tidsperspektiv som for beregning/fastsettelse av risikofri rente.

Skulle man mot formodning, beslutte å benytte et mer kortsiktig perspektiv ved fastsettelse av risikofri rente så må også markedspremie økes fra dagens nivå. Det er Agder Energi sin oppfatning at markedspremien i så fall må ligge i området 5,7%.

Beta

Agder Energi har ikke tilgang til informasjon om beta for nettselskap eller andre det kunne vært naturlig å sammenligne seg med. Det empiriske grunnlaget synes for svakt til å kunne trekke tydelige

konklusjoner. Vi støtter derfor konklusjonen til Poyry/Menon om ikke å foreslå endringer i estimatet og dermed videreføre en egenkapitalbeta på 0,875.

Gjeldsdelen i WACC-formelen

Valg av tidshorizont

Agder Energi er ikke enig i at den ideelle lengde på en obligasjon er den som reflekterer levetiden på nettanlegget som skal finansieres. Det gir ikke nødvendigvis den rimeligste finansieringen. 5-års obligasjoner er en fornuftig referanse fordi det er en løpetid som er etterspurt og gir nettselskapene mulighet til å bygge en låneportefølje med akseptabel refinansieringsrisiko samtidig som man får dekt lånekostnadene gjennom referanserenten.

Referanse for bransjespesifikk kredittpremie.

Poyry/Menon argumenterer for og foreslår at 5-års obligasjoner utstedt av Statnett skal være utgangspunkt for den bransjespesifikke kredittpremien. I tillegg skal det legges et fast påslag på 25-30 basispunkter. Dette mener Poyry/Menon vil være "det beste estimatet på kredittpremien i rendyrkede regionale/lokale nettselskap".

Agder Energi er langt fra trygg på at dette er et riktig resonnement. Det forutsetter at risikopremien utvikler seg likt hos Statnett som andre nettselskap. Dersom man f.eks. antar at forslagene til Poyry/Menon gjennomføres vil referanserenten for Statnett reduseres med ca. ett prosentpoeng (både forslagene mht. renter og gjeldsandel). Det er ikke usannsynlig at det vil påvirke kredittratingen til Statnett i negativ retning. Det vil da kunne tilsi at de andre nettselskapene får en høyere kredittpremie enn lånekostnadene skulle tilsi.

Et annet problem er at kredittpremien varierer over tid og at premien ikke nødvendigvis samvarierer i forhold til kredittratingen. Forskjellen mellom kredittpremien for Statnett som er ratet AA- og selskap med skyggerating på BBB+ er ikke en konstant størrelse. Forslaget om å definere et fast påslag på 30 basispunkter mot kredittpremien til et selskap som ikke nødvendigvis er representativt for andre nettselskap er derfor ikke å anbefale.

Flere selskap har nå fått utført offisielle ratinger og det er grunn til å tro at flere vil følge etter. Det vil si at det bør være mulig å ta utgangspunkt i kraftobligasjoner med god kredittverdighet. Dette bør kunne gjøres ved å benytte et utvalg av kraftselskap med kredittpremier levert fra Nordea og DNB, eller ved å ta utgangspunkt i f.eks. gjennomsnitt av kredittpremier for indeksene Kraft2 og Kraft3 fra Nordic Bond Pricing

Referanse for gjeldsrente

Poyry/Menon foreslår å erstatte 5-års swapprente med en mer kortsiktig NIBOR som referanse for gjeldsledet. Agder Energi mener at NIBOR i utgangspunktet 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 naturligvis risiko basert på dagens WACC-formel og må få anledning til å endre dette på en slik måte at risikoen ikke øker.

Gjeldsandel i WACC-formelen

Agder Energi er enig med Poyry/Menon i at det ikke er grunnlag for å øke optimal gjeldsandel for norske nettselskap i alminnelighet. En gjeldsandel på 60% bør derfor videreføres. Om rammebetingelsene for Statnett skulle tilsa en spesialbehandling har vi ingen mening om.

Med hilsen

Agder Energi AS

Ole Theodor Drannestad

På vegne av

Unni Farestveit

Konserndirektør