

Norges vassdrags- og energidirektorat
Postboks 5091, Majorstua
0301 Oslo

Saksbeh. / tlf.nr.:
Stig Olav Wiull / 23 90 43 54
Már Kristjónsson / 23 90 47 43
Deres ref./Deres dato: 201702870/13.05.2017
Vår ref.: 17/01010
Vår dato: 15.09.2017

Svar på høring av rapport med vurdering av NVEs referanserente

Statnett viser til konsulentrapport, skrevet av Pöyry Management Consulting og Menon Economics (2017), på oppdrag fra NVE, med vurdering av NVEs referanserente.

Utgangspunktet for rapporten var "endringer i finansmarkedene de siste fem årene som kan innebære at enkelte av parameterne i modellen bør justeres". Konsulenten peker på relevant utvikling i nøytral realrente og markedspremie i et femårsperspektiv, men foreslår også noen endringer som ikke kan begrunnes med at finansmarkedene har endret seg, herunder endringer i beregning av gjeldskostnad, samt forskjellsbehandling av Statnett, som delvis begrunnes med at staten som eier har vist seg villig til å skyte inn kapital og ta ut lite utbytte.

Forutsigbar økonomisk regulering er avgjørende for vellykket gjennomføring av investeringsløftet for transmisjonsnett

I 2012 kom regjeringens nettmelding "Vi bygger Norge – om utbygging av strømmettet" som fikk bred støtte i Stortinget og ga startskuddet for et nasjonalt løft for transmisjonsnett. Transmisjonsnett var aldrende og høyt presset og hadde sterkt behov for å styrkes for å ivareta en tilfredsstillende forsyningssikkerhet, tilrettelegge for verdiskapning fra norsk vannkraft – blant annet gjennom å bygge flere mellomlandsforbindelser – og tilrettelegge for at Norge innfrir sine klimaforpliktelser. Den samlede portefølje av utbyggings- og fornyingstiltak for å realisere disse målsettingene er betydelig: Mer enn 100 prosjekter, inkludert en rekke såkalte megaprosjekter som er komplekse og krever flere års prosjektgjennomføring. Iboende prosjektrisiko er betydelig. Eksempelvis er Statnett i gang med å bygge verdens lengste mellomlandsforbindelse til England. Resultatene så langt har vært gode. Mer enn 80 prosent av prosjektporteføljen har vært gjennomført på tid, og innenfor kostnadsrammen.

Statnett er nå på toppen av sin investeringssyklus og ferdigstilte i 2015 og 2016 henholdsvis 137 og 157 km ledning. Fremover forventes det at utbyggingstakten øker ytterligere (til over 200 km ledning i 2017). Det er ingen TSOer i Europa for øvrig, eller andre nettselskaper i Norge, som i tilsvarende grad investerer i eller bygger det samme antall kilometer ledning eller antall bryterfelt som Statnett¹. Reguleringen av denne type virksomhet har historisk i Norge vært preget av en lav, men langsiktig og stabil avkastning. Regulatorisk forutsigbarhet er en viktig forutsetning for investeringsvilje og finansieringsevne, og særlig for Statnett som nå er i en omfattende investeringsfase.

Da NVE i 2012, samme år som nettmeldingen kom, vedtok nåværende referanserente, var det en grunnleggende del av de økonomiske forutsetningene for dette investeringsløftet. Prinsippene fra

¹ De fire TSOene i Tyskland ferdigstilte til sammen 90 km ledning i 2016.

tidligere ble videreført og parametere ble gjort mer langsiktige. Rammeverket ga også grunnlaget for en eierprosess mot staten ved Olje- og energidepartementet og Finansdepartementet for å vurdere behovet for tilførsel av nødvendig egenkapital. Egenkapitalbehovet ble konkludert med utgangspunkt i denne referanserenten og dimensjonert for å sikre Statnett nødvendig tilgang til de internasjonale lånemarkedene. Statnett er allerede den største industrielle låntager i det norske obligasjonsmarkedet og avhengigheten av tilgang til det internasjonale lånemarkedet er raskt økende. Statnetts låneopptak er for tiden cirka NOK 1 mrd. i måneden og Statnett har behov for å fortsette med låneopptak i størrelsesorden NOK 0,5–1 mrd. i måneden de neste fem årene. Investeringsbeslutningene som ligger til grunn for dette behovet er i all hovedsak allerede forpliktet og ikke-reversible. Finansieringskapasiteten til Statnett er avhengig av tillit til rammeverket, og tilpasset til planene som nå realiseres. Den samfunnsøkonomiske verdien for Norge av denne tilliten er betydelig.

Moody's vurderer norsk netregulering som stabil. Minimumskravet for det er 15 år av stabilitet. Radikale endringer kan ødelegge dette veldig fort, og dersom endringene fører til nedgradering, vil det kunne medføre at institusjonelle investorer mandattmessig vil måtte selge obligasjoner med tap. Dette vil være alvorlig for tilliten til foretaket og påvirke fremtidig lånetilgang negativt. Konsulentene påpeker selv viktigheten av å ha forutsigbar regulering i en periode med store investeringer:

Regulatorisk forutsigbarhet er viktig for evnen til å tiltrekke seg kapital. Nettbransjen er inne i en periode med store investeringer, og har dermed et stort kapitalbehov. Dette er et moment som bør tillegges en viss vekt i den samlede vurderingen av behov for eventuelle endringer i referanserenten. (s. 4).

Særbestemmelser for Statnett er uhensiktsmessige og anbefalt på feil grunnlag

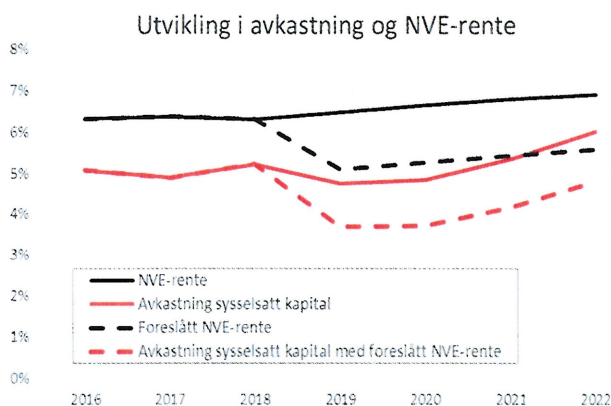
I tillegg til de generelle endringer i referanserenten foreslår konsulentene to særbestemmelser som ville redusere Statnetts referanserente ytterligere: En høyere optimal gjeldsandel for foretaket og en lavere kredittpremie. Konsulentenes begrunnelse er at "selskapets lave forretningsrisiko, statlig eierskap, og eiers dokumenterte vilje til å skyte inn kapital" har medført at finansmarkedene ikke har straffet Statnett for sin gjeldsandel på 70 prosent. 70 prosent er ikke korrekt. Korrekt utregnet gjeldsandel ligger nærmere bransjesnittet. Ratingselskapene anerkjenner disse korrigeringsene i sine vurderinger². I tillegg er forventet kapitalberedskap fra eier en vesentlig del av markedets kredittvurdering, og derfor relevant for vurdering av relevant egenkapitalandel. All kapitalbinding har en kostnad, enten den er utbetalt, kontraktsmessig stadfestet eller bare lovet i den forstand at det venter en reaksjon fra markedet om den uteblir. Uavhengig av feilaktig beregning av relevant egenkapitalandel fra konsulentens side, så har reguleringen vært, og bør fortsatt være, uavhengig av eierforhold og hvordan eier velger å finansiere sin virksomhet. I modellen som ligger til grunn for reguleringen er det ikke noen faglig støtte for at avkastningskrav bør justeres avhengig av hvem som eier virksomheten. Tvert imot er utgangspunktet at avkastningskrav er uavhengig av finansieringen.

Rent teknisk kan man korrigere for ulik egenkapitalandel gjennom justering av egenkapitalbeta og gjeldskostnad. Konsulentene har også oversett dette. En enkel matematisk korrigerings av egenkapitalbeta alene motvirker mye av virkningen av lavere egenkapitalandel.

² I tillegg til korreksjon for kontantbeholdning må det korrigeres for ikke-regnskapsført mindreinntektssaldo og for at markedsverdien av valuta- og rentesikringer knyttet til utenlandske lån er bokført som eiendel, og ikke som reduksjon i gjeld. I realiteten er reduserer disse sikringene verdien av gjelden.

Konsulentene anbefaler at Statnetts observerte kredittrisikopremie skal benyttes i referanserenten, med et påslag på 30 basispunkter, men hevder at det ikke er behov for et påslag for Statnett, etter som foretaket har gode lånebetingelser. I praksis betyr dette at Statnetts gjeldsrenter for nye lån i Norge blir brukt som norm i referanserenten. Det gir feil insentiver. Hvis Statnett låner dyrt på nye lån, og i Norge spesielt, vil Statnett motta høyere avkastning av hele avkastningsgrunnlaget, mens bare kostnaden på nye lån vil øke. Resultatet blir høyere avkastning til både Statnett og de andre nettselskaper på bekostning av nettkundene. Statnett har for øvrig ingen femårs lån, så referansen blir uansett et estimat, ikke en observasjon. Også regnskapsmessig kostnad vil være tilfeldig og avhengig av lånenes betingelser, tidspunkt for inngåelse, valuta, finansielle instrumenter og regnskapsmessige føringer. Oppsummert er det Statnetts vurdering at en regulering som baserer seg på ett beregnet datapunkt neppe vil være en stabil regulering.

Forslagene kan medføre en avkastning for Statnett som fraviker energilovforskriftens bestemmelser om rimelig avkastning



Grafen til venstre viser forventet referanserente (svart) i forhold til faktisk avkastning på sysselsatt kapital for Statnett (rød) i perioden 2016–2022. De stiplede linjene viser prognoser hvis alle konsulentenes forslag bli implementert, inkludert særbestemmelser for Statnett. Gapet mellom Statnetts faktiske avkastning av sysselsatt kapital og referanserenten er stort og vil øke. Det skyldes hovedsakelig at norske nettselskaper ikke får avkastning på "anlegg under utførelse". I noen europeiske land tillates

det at nettselskaper henter inn avkastning mens anlegg er under bygging. I Norge tilbakebetales gjeldskostnad under byggeperioden dog over leve-tiden til anlegget. På grunn av Statnetts betydelige investeringsportefølje og komplekse prosjekter med lang byggetid, utgjør kapitalbindingen i "anlegg under utførelse" i dag cirka 20 prosent av sysselsatt kapital, og forventes å øke til over en fjerdedel i kommende femårsperiode. Dette har stor effekt for avkastningen på sysselsatt kapital. Statnetts mindreaktning i forhold til referanserenten medfører svakere kontantstrøm. Konsulentene hevder at Statnetts avkastning bør reduseres ytterligere. Det synspunktet kan i praksis være i strid med energilovforskriftens bestemmelser om rimelig avkastning. Statnett har forsøkt å sammenligne referanserentene for alle avkastningsregulerte TSOer i ENTSO-E. Anslått gjennomsnitt ligger over 6,5 prosent i 2016. Sammenligningsvis var referanserenten i Norge 6,32 prosent i samme år (5,20 prosent for Statnett med konsulentenes forslag). Modellene er ikke direkte sammenlignbare, noe som skaper en utfordring ved sammenligning, men de fleste ulikhetene taler for at Statnett burde få høyere avkastning, ikke lavere³.

Statnett har i internasjonale benchmarkinger vist at foretaket i en lang periode har vært blant de mest effektive TSOene i Europa. Foretaket mener at figuren over tydelig viser at redusert referanserente vil medføre at Statnett ikke vil motta rimelig avkastning på investert nettkapital, selv om foretaket har

³ Høyere renter i Norge enn i Europa for øvrig taler for at referanserenten i Norge bør være høyere. Det er også land i Europa hvor avkastningsgrunnlaget baseres på estimerte gjenanskaffelsesverdi på nettet og, som tidligere nevnt, land som gir nettselskaper avkastning på anlegg under bygging.

en drift, utvikling og utbygging av transmisjonsnettene som overgår gjennomsnittseffektiviteten hos tilsvarende europeiske TSOer.

Statnett anbefaler NVE å avvende endringer i referanserenten

Statnett anbefaler NVE å vente med å justere referanserenten fremfor å vedta endringer basert på kortsiktig utvikling. Statnett anmoder særskilt om at NVE ikke gjennomfører prinsipielle endringer; eller endringer i parametere hvor utviklingen tilsier at dagens metode fortsatt kan benyttes med ingen eller små justeringer. En forutsigbar regulering er viktig, og unødvendige endringer kan medføre økt kredittrisiko for bransjen, og økte lånekostnader vil medføre høyere kostnader for nettbransjen, og dets kunder via at byggelånsrenter aktiveres som del av investeringskostnaden.

Statnett ønsker å nyansere og greie ut ytterligere om våre synspunkter i et møte med NVE.

Med vennlig hilsen



Knut Hundhammer
Konserndirektør