

Norges vassdrags- og energidirektorat
Postboks 5091 Majorstua
0301 OSLO
nve@nve.no

POSTADRESSE
Skagerak Nett AS
Postboks 80
3901 Porsgrunn

SENTRALBORD
35 93 50 00

TELEFAKS
35 55 97 50

DERES REF
201702870

VAR REF
EIGR

SAKSNR:

ARKIVNR:

STED/DATO:
07.09.2017

INTERNETT
www.skagerakenergi.no

E-POST
firmapost@skagerak.no

ORG. NR.: 979 422 679 MVA

Skagerak Netts høringskommentarer – "Vurdering av NVEs referanserente" av Menon Economics og Pöyry Management Consulting

Skagerak Nett viser til NVEs høring på rapporten "Vurdering av NVEs referanserente". Den er utarbeidet av Menon Economics (ME) og Pöyry Management Consulting (PMC) på oppdrag fra direktoratet. I høringsunderlaget presiseres det at innholdet står for konsulentenes regning, og at NVE enda ikke har vurdert rapporten. Det vil først gjøres en vurdering av behovet for å endre referanserenten når høringsinnspillene er mottatt.

Nesten alt vi omgir oss med trenger strøm for å fungere. Gjennom kraftnettet knyttes strømproduksjon sammen med forbruk. Nettselskapene eies typisk av kommuner og andre aktører med en lang tidshorison og markedsbaserte avkastningskrav. De har - på linje med annen forretningsvirksomhet - behov for en rimelig avkastning for å skaffe nødvendig kapital. Nivået på referanserenten er dermed viktig.

Skagerak Nett er positiv til den grundige og åpne tilnærmingen som NVE har til arbeidet med referanserenten. Bransjen inkluderes på en god måte når et sentralt underlag for en fremtidig forskriftshøring sendes på egen høring. En bør ikke ha hastverk i forhold til å vurdere endringer. Usikkerheten vedrørende vekst og videre utvikling av verdensøkonomien understøtter dette. Det kan virke som en er på vei inn i et taktskifte, men det er langt fra sikkert.

Den overordnede WACC-modellen som benyttes til fastsettelse av referanserenten, er i følge ME og PMC vanlig for regulering av infrastruktur i Europa. Skagerak Nett støtter en fortsatt bruk av tilnærmingen. Denne høringskommentaren tar for seg innholdet i ME og PMC sin rapport, sentrale vurderinger som konsulentene har gjort, forutsetninger vurderingene bygger på, om det er relevante forhold som ikke er vurdert eller diskutert, o.l. Alt gir føringer for oppsettet av referanserentemodellen og det resulterende rentenivået.

1. Grunnleggende forutsetninger

I høringsdokumentet "Forslag til endringer i kontrollforskriften. NVE-renten, håndtering av FoU-kostnader og mer-/mindreinntekt" fra 2012 skrev NVE at direktoratet ønsket en stabil og forutsigbar referanserente tilpasset finansmarkedene. Dette for å tilrettelegge for at

nettselskapene skal kunne gjennomføre viktige oppgraderinger og investeringer som samfunnet har behov for. Skagerak Nett støtter denne tilnærmingen.

I konsulentrapporten som nå er på høring, er det gjort en annen vurdering. ME og PMC poengterer at de ikke har tatt hensyn til behovet for forutsigbarhet i modellen samt ønsket om å tilrettelegge for fremtidige investeringer hos nettselskap, sitat: "Slike argumenter er viktige og reelle, men ligger ikke inne i vår vurdering av det faktiske nivået på den nøytrale realrenten til...". Dette er overraskende og ikke i samsvar med standpunktet som NVE beskrev i 2012. Ulike tidsperspektiv for fastsettelse av parametere gir ulike faktiske nivå og ulik stabilitet.

Sitatet i forrige avsnitt nevner den nøytrale realrenten. I 2012 poengterte NVE at et for lavt nivå på denne kunne ha uønskede konsekvenser for kommende store og nødvendige investeringer. Nettselskapene er fortsatt inne i en periode med store investeringer; utrulling av AMS pågår, nytt forbruk og produksjon må tilknyttes, og et aldrende nett må fornyes. Elektrifisering av transportsektoren, effektkrevende apparater, distribuerte energiresurser, o.l. skaper nye behov. Det er dermed viktig at regulator ikke utfordrer bransjens evne til å finansiere nødvendige tiltak gjennom reguleringsendringer. Nettselskapene forventes fortsatt å ha et stort kapitalbehov i de kommende årene.

2. Bransjens risikobilde

Risiko er et viktig forhold for finansmarkedene, og det er dermed av relevans for hva som er en referanserente tilpasset finansmarkedene. Økt risiko vil gjerne bety en forventning om en høyere risikopremie. Energisektoren er i stadig utvikling. Nye teknologier, nye behov, o.l. endrer risikobildet for dagens aktører. Nettselskapenes innteksregulering er ikke statisk, og dette innebærer en underliggende usikkerhet. Fra tid til annen skjer det endringer av særskilt relevans for risikobildet.

Minimumsavkastningen er et eksempel på en risikodempende ordning. Den beskytter bl.a. mot de virkelig ekstraordinære KILE-kostnadene. Ordningen er de siste årene redusert fra 2 til 0 % (økt "egenandel"), og det diskuteres å fjerne den helt. Et annet forhold av relevans for selskapenes risikobilde er styrken på regulatoriske effektiviseringsincentiv. Slike incentiv gir selskap med

- lave kostnader en høyere avkastning enn referanserenten
- høye kostnader en lavere avkastning enn referanserenten

I "Et bedre organisert strømmnett" fra 2013 foreslo Reiten-utvalget å endre vektleggingen av kostnadsnormen i innteksreguleringen (fra 60 til 70 %). Benchmarkingsmetodene som brukes for å fastsette kostnadsnormene endres fra tid til annen, og regulator har luftet muligheten for en felles DEA modell. Også endringer i referanserentemodellen bidrar til regulatorisk risiko. En rekke ikke-regulatoriske eksempler finnes også, som utviklingen av fremtidens alternativ til nett og skissene vedrørende lokale energisamfunn.

Det at endringer i risikobildet er relevant for markedets vurdering av en rimelig avkastning er i liten grad diskutert i ME og PMC sin rapport. Skagerak Nett savner dette. En vurdering kan inkludere en gjennomgang av mulige endringer samt hvordan disse kan påvirke markedets syn på risiko ved å investere i nettselskap. Tilslutt kan forholdene ses opp mot en markedstilpasset referanserente. Et eventuelt økt risikonivå kan peke i retning av en høyere risikopremie i både egenkapital- og gjeldsledd.

3. Referanserentemodellens egenkapitalledd

I dagens WACC-modell vektlegges egenkapitalleddet med 40 %, og det har følgende oppbygging:

- Fast nøytral realrente som risikofri rente + Inflasjon + Egenkapitalbeta x Markedspremie

Da dagens tilnærming til fast nøytral realrente ble valgt i 2012, hadde NVE en konjunkturnøytral tilnærming og et langt perspektiv. Nærmere 40 år. I argumentasjonen for nivået løftet en frem historikk helt tilbake fra starten av 1900-tallet. Langsiktigheten ble begrunnet med et behov for stabilitet og nettanlegg sin lange levetid. I ME og PMC sin rapport tar en utgangspunkt i en vesentlig kortere horisont. En ser på 5-10 år og hevder dette tilsvarer en konjunktursyklus, dvs. fra konjunkturbunn til konjunkturbunn. Skagerak Nett er usikker på hvorfor ME og PMC foreslår å ta utgangspunkt i et vesentlig kortere tidsperspektiv enn det en benytter i dag. Det er fortsatt behov for stabilitet i reguleringen og nettanlegg har fortsatt en lang levetid (25-100 år). Historien har vist at eiere av norske nettselskap er langsiktige. Etter vårt syn bør dagens lange tidsperspektiv opprettholdes. Som neste avsnitt oppsummerer, har de siste årene vært uvanlige, og det er ikke sikkert at de er like representative for fremtiden. Med en lang horisont bør nok nivået på den nøytrale realrenten ligge i området rundt dagens nivå på 2,5 %. I "Risikopremien i det norske markedet"¹ presenterer PwC funn fra en undersøkelse gjennomført i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening i 2016. Formålet med undersøkelsen var å få et innblikk i norske aktørers oppfatning mht. risikofri rente, markedspremie, o.l. Undersøkelsen viste at 24 % av respondentene benyttet en normalisert risikofri rente i avkastningskrav. Medianen var på 3,0 %.

Det er i disse dager omtrent 10 år siden finanskrisen i 2007-2008. Hendelsen fikk store ringvirkninger for økonomien i Europa, Nord-Amerika, m.m. For å bøte på en svak utvikling i en spesiell og vanskelig periode i de påfølgende årene, har en rekke sentralbanker iverksatt en uvanlig pengepolitikk. Korte renter er redusert, i noen land til under null, og lange renter presset ned gjennom såkalte kvantitative lettelsler. Noen aktører – ECB, BoE, Fed, BoJ, SNB, Riksbanken, m.m. - har kjøpt lange statspapirer. Dette har presset prisene opp og rentene ned. Effekten har smittet globalt. Den uvanlige politikpakken kan ha hatt mange virkninger. Disse går vi ikke nærmere inn på her. De valg som er gjort skaper imidlertid usikkerhet fremover. Hva skjer når et fåtalls store aktører som ila. de siste 10 årene har påvirket markedene vesentlig grad, velger å rulle sine ekstraordinære tiltak tilbake? Mye tyder på at vi nærmer oss tidspunktet der noe slikt skjer. Styringsrenten i USA har vært hevet flere ganger de siste månedene. Nylig er rentenivået også hevet i Canada. Poenget er, de siste 5-10 år har vært uvanlige og kan nok neppe kalles en hel konjunktursyklus innenfor en nøytral periode. Dette underbygger at en bør opprettholde dagens lange perspektiv. Skagerak Nett savner en diskusjon av tematikken og hvilken betydning den har for de parametere som foreslås i ME og PMC sin rapport. Det kan se ut som om forholdet ikke er hensyntatt.

En annen viktig parameter er markedspremien. Om en setter ME og PMC sine tidshorisonter for nøytral realrente og markedspremie i sammenheng, så blir det naturlig å stille spørsmål ved hvorfor de benytter ulike horisonter. For den nøytrale realrenten tas det utgangspunkt i en 5-10 års horisont, mens for markedspremien ser konsulentene på 10-20 år. Det ville nok vært mer konsistent om de ulike bidragene til egenkapitalleddet hadde en tilsvarende langsiktighet. Som ME og PMC påpeker, så vil nok et lenger perspektiv mht. realrenten ha betydning for markedspremien.

En siste kommentar relatert til egenkapitalleddet gjelder de vurderinger som ME og PMC har gjort vedrørende egenkapitalbeta. Konsulentene hevder at nivået for nettselskap har

¹ <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>

hatt en svakt synkende trend siden 2012. Skagerak Nett har også sett en vurdering som viser en økende trend. Dette underbygger utfordringene ME og PMC så ved å beregne beta for nettvirksomhet. Et spørsmål er hvor relevante estimatene basert på Hafslund er. I den aktuelle perioden var selskapet i all hovedsak eid av et fåtall store eiere. Kjøp og salg av aksjer var begrenset. Selskapet er nå tatt av bør. ME og PMC foreslår uansett ingen endringer i egenkapitalbeta.

4. Referanserentemodellens gjeldsledd

I dagens WACC-modell vektlegges gjeldsleddet med 60 %, og det har følgende oppbygging:

- Årlig gjennomsnittlig 5-årig swaprente + Årlig gjennomsnittlig bransjespesifikk kredittpremie

Med bakgrunn i at gjeldsleddet skal ta hensyn til en årlig *gjennomsnittlig* bransjespesifikk kredittpremie (Kontrollforskriftens § 8-3) og ønsket om å gi bransjen som helhet - samt et gjennomsnittlig effektivt selskap - en markedstilpasset avkastning via NVEs referanserente, så kjenner ikke Skagerak Nett seg helt igjen i ME og PMC sin forutsetning, sitat: "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." Referanserenten skal, etter vår forståelse, være markedsbasert og representativ for bransjen. Den 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 hele bransjen, vil bransjen ikke kunne oppnå en rimelig markedsbasert avkastning. Den bransjespesifikke kredittpremien vil rett og slett ikke være en årlig *gjennomsnittlig* bransjespesifikk kredittpremie. Konsulentene hevder at deres foreslåtte nivå ikke tar hensyn til selskapenes størrelse, struktur eller kompetanse. Skagerak Nett er usikre på om dette stemmer. Det virker som de har tatt utgangspunkt i et utvalg større regionale selskap som er involvert i mer enn nett. En nøytral tilnærming vil nok kreve at en tar utgangspunkt i et nivå som er representativt for hele bransjen, et slags vektet snitt som utgjør en gjennomsnittlig bransjespesifikk kredittpremie.

ME og PMC sine vurderinger ender i et forslag om en bransjespesifikk kredittpremie utover risikofri rente basert på Statnett sin pluss 25-30 basispunkter. Statnett er et selskap som i praksis har staten som gjeldsgarantist, og de har fått fastsatt sin inntektsramme basert på en fast 100 % effektivitet i lang tid. En simulering med den foreslåtte metoden gir et nivå som samsvarer med Nordic Bond Pricing sin "Kraftkurve 1" bestående av Agder, BKK og E-CO (pluss 26 basispunkter). De to førstnevnte er konsern med nettvirksomhet, produksjonsvirksomhet, o.l., mens sistnevnte er et rent kraftproduksjonsselskap. Nivået ligger under "Kraftkurve 2" som består av Hafslund, Eidsiva, Glitre Energi, Lyse, Helgeland Kraft og Akershus Energi, og det ligger trolig vesentlig under nivået for mindre nettselskap. Konsulentenes foreslåtte modell vil etter Skageraks Netts syn, ikke kunne gi bransjen som helhet en rimelig markedsbasert avkastning. Den er heller ikke fleksibel for endringer i kredittrisikopremie relativt til Statnett.

Helt til sist ønsker Skagerak Nett å kommentere ME og PMC sitt forslag om å gå over til å bruke en flytende og mer volatil risikofri rente basert på 3 måneders NIBOR i gjeldsleddet. En god risikobasert tilnærming til finansiering av nettanlegg med lang levetid tilsier noe langsiktighet. Dette bør reflekteres i referanserenten. Dagens metode tar utgangspunkt i en 5-års swaprente. Det er god etterspørsel etter 5 års fastrenteobligasjoner, og tilnærmingen er fornuftig og balansert. Det er normalt en differanse mellom NIBOR og 5-års swaprente. Størrelsen vil variere og avhenger av rådende fremtidssyn. Normalt er rentekurven stigende, men i perioder med stress i finansmarkedet kan den inverteres. De siste årene har vært preget av relativt flate rentekurver. Ved et taktskifte i økonomien, kan kurvene endres. Volatiliteten er typisk størst i kurvenes korte ende. Hvis NVE følger

konsulentenes forslag, vil det bety et mindre forutsigbart gjeldsledd. Skagerak Nett mener at dagens tilnærming bør videreføres. Det er en tilnærming nettselskapene har tilpasset seg til.

Skagerak Nett håper at kommentarene er nyttige i det videre arbeidet med referanserenten. De påpekte forholdene har betydning for hvordan en fastsetter referanserentemodellens parametere. Hvis det er ønskelig, så stiller vi gjerne for å utdype våre synspunkt.

Vennlig hilsen
for Skagerak Nett AS



Eivind Gramme
Sivilingeniør, Netteier