

Norges vassdrags- og energidirektorat  
Postboks 5091 Majorstua  
0301 OSLO  
[nve@nve.no](mailto:nve@nve.no)

POSTADRESSE  
Skagerak Nett AS  
Postboks 80  
3901 Porsgrunn

SENTRALBORD  
35 93 50 00

TELEFAKS  
35 55 97 50

DERES REF :  
201835963

VAR REF :  
EIGR

SAKSNR :

ARKIVNR :

STED/DATO:  
12.10.2018

INTERNETT  
[www.skagerakenergi.no](http://www.skagerakenergi.no)

E-POST  
[firmapost@skagerak.no](mailto:firmapost@skagerak.no)

ORG NR.: 979 422 679 MVA

## **Skagerak Netts høringsinnspill – Forslag til endring i forskrift om kontroll av nettvirksomhet - NVEs referanserente og omgjøring av inntektsrammer**

Skagerak Nett viser til NVEs forespørsel om innspill på forslag til endring i forskrift om kontroll av nettvirksomhet og takker for invitasjonen til å komme med innspill.

Den aktuelle høringen dekker endringer innenfor 3 temaområder. Forslag til endringer i NVEs referanserentemodell og særbestemmelser om klage og omgjøring ved fastsettelse av inntektsrammevedtak har høringsfrist den 12. oktober. Disse to temaområdene adresseres i dette høringssvaret. Forslaget som tar for seg nye KILE-satser for husholdningskunder er komplettert gjennom en tilleggshøring og har en egen frist 19. oktober. Vi har derfor valgt å kommentere forslaget til nye KILE-satser for husholdningskunder i et eget høringsvar.

### 1. NVEs referanserente

NVE har arbeidet med referanserentemodellen i lenger tid. Bakteppet for arbeidet er som følger. Modellen som ble benyttet til og med 2012, var ikke robust for effektene som oppstod i finansmarkedene etter 2008-krisen. Når rentene falt, gav den ikke lenger et markedsbasert avkastningskrav. I 2011/2012 utarbeidet NVE derfor dagens referanserentemodell. I forbindelse med arbeidet, påpekte NVE at de skulle følge med på utviklingen av relevante parametere fremover. Det er nå gått over 5 år siden endringen, og i 2017 fikk Pöyry Consulting Group og Menon Economics (P/M) et oppdrag fra NVE om å på ny vurdere referanserenten. Konsulentrapporten ble sendt ut på høring, og Skagerak Nett var en av aktørene med innspill. Dagens forslag bygger på denne innspillsrunden.

Som vi poengterte i høringssvaret i 2017, så er strøm kritisk for samfunnet. Nesten alt vi omgir oss med trenger det for å fungere. Nettet knytter produksjon og forbruk sammen. I årene fremover vil det være et stort behov for investeringer i nett - både på grunn av tilstand og nye behov, og dette fordrer en god tilgang på kapital. I Norge eies de fleste nettselskap av kommuner og andre aktører med en lang tidshorisont og markedsbaserte avkastningskrav. Dette betyr at nettselskapene – som andre forretningsvirksomheter – har behov for en rimelig og forutsigbar avkastning for å skaffe nødvendig kapital på akseptable vilkår. Dette gjør referanserenten viktig.

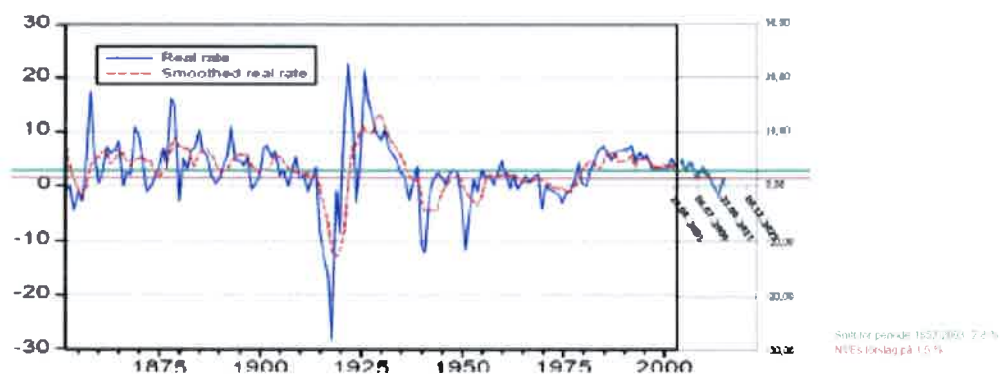
Forslaget innebærer en reduksjon av den risikofrie realrenten i egenkapitalleddet og en endring i beregningen av bransjespesifikk kredittpremie i gjeldsleddet. I de påfølgende avsnittene er NVEs foreslåtte endringer og andre relevante forhold kommentert.

### Den risikofrie realrenten - egenkapitalleddet

NVE foreslår å redusere den risikofrie nøytrale realrenten i egenkapitalleddet fra 2,5 til 1,5 %. I høringsnotatet vises det til et estimat fra Norges Bank i 2010. Dette indikerte et nivå på 2-3 % og var et viktig utgangspunkt for forrige vurdering av referanserenten. Siden den gang har anslagene falt noe. En kurve i høringsnotatet viser utviklingen i internasjonale renter fra 1980-tallet til 2016. Den stadig fallende trenden var NVEs hovedmotivasjon for å se nærmere på referanserenten<sup>1</sup>. Det henvises også til analyser av den nøytrale realrenten fra perioden 2015 til 2017. Det hersket en bred oppfatning om at rentene ville forbli lave lenge, men nå har usikkerheten vedrørende fremtidig utvikling økt.

Modellens risikofrie realrente tar altså utgangspunkt i en nøytral realrente. Denne ligger mellom den langsiktige likevektsrenten som bestemmes av grunnleggende forhold i økonomien, og den faktiske realrenten som bestemmes av sentralbankens ønske om å føre en ekspansiv eller kontraktiv pengepolitikk. I 2012-høringen beskrev NVE en nøytral realrente til å være "den renten som innenfor en konjunktursyklus i seg selv verken gir økt eller redusert pris- og kostnadsvekst i økonomien". Utfordringen er at den nøytrale realrenten ikke er direkte observerbar, og at den ikke nødvendigvis er konstant over tid.

Finanskrisen som ble utløst i 2008 fikk store ringvirkninger for verdensøkonomien. For å bøte på disse ble det iverksatt en uvanlig pengepolitikk. Dette presset rentene ned, og effekten smittet globalt. Det kan virke som at utviklingen med meget lave renter de siste årene er tillagt stor vekt i vurderingen av parameterne i referanserentemodellen. Samtidig er modellen langsiktig, og den ser fremover. Dagens investeringer har en lang horisont. Et sentralt og krevende spørsmål er dermed hvor representativ utviklingen den siste tiden vil bli på lenger sikt. Under vises en kurve av lange norske realrenter fra midten av 1800-tallet frem til i dag. Snittet frem til 2003 ligger på 2,8 %.



En sammenstilling av to kurver over lange norske realrenter. Perioden til 2003 stammer fra "Bond markets and bond yields in Norway 1820–2003" av Jan Tore Klovland<sup>2</sup>, mens verdiene fra 2004 til 2018 stammer fra et norsk forvaltningsmiljø (NIBOR i kombinasjon med 10 års swap-rente justert for kjereinflasjon)

Kurven illustrerer flere poeng, og den setter kurven fra høringsnotatet inn i et større perspektiv. Lange realrenter varierer over tid. Samtidig kan endringer komme relativt raskt. Etter 2017 har rentene steget. Hva skal en legge i knekkpunktet fra 2017, og hva kan skje videre? Historisk har det vært flere knekkpunkt og trendbrudd. Det fra 2017 kom rett etter tidspunktet der kurven i høringsnotatet stanser.

<sup>1</sup> "Siden 2013 har rentene blitt vesentlig lavere, jf. Figur 1. Dette var en av de viktigste årsakene til at vi startet å vurdere behovet for å endre referanserenten"

<sup>2</sup> <https://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Bond-markets-and-bond-yields/>

Å forutsi en utvikling med endringer er krevende. Samtidig kan det virke som om vi kan være på vei inn i et skifte. Verdens sentralbanker har begynt prosessen med stramme inn pengepolitikken. Styringsrentene har begynt å stige og fokuset på kvantitative lettelser er erstattet med et fokus på kvantitativ innstramning. Dette kan få følger for det globale rentenivået, og bidrar til usikkerhet. Det er viktig at NVE er tett på utviklingen slik at en ikke på ny risikerer en referanserente som kommer i for stor utakt med markedene. En kan vurdere et nivå på 2 % - opp 0,5 %-poeng fra forslaget – for å ta hensyn til fremtidig usikkerhet, hensynet til konjunktursykluser og ønsket om en mer stabil modell. Vi kommer nærmere inn på nivåer i neste avsnitt som favner markedspremien. 2 % kan virke høyt de siste årene tatt i betraktning. Samtidig ligger det i det lavere området innenfor en lenger horisont og jamfør vurderinger av nøytral realrente ved forrige korsvei.

#### *Markedspremie i kombinasjon med realrenten - egenkapitalleddet*

NVE foreslår å beholde en markedspremie på 5 %. Bildet er imidlertid ikke entydig, og i høringsrapporten nevnes det analyser som antyder både et slikt nivå og et høyere. Estimaten har ulikt grunnlag. Brukes spørreundersøkelser vil svarene avhenge av hvem som spørres og hva de spørres om, brukes historiske data vil resultatene avhenge av hvordan gjennomsnitt beregnes, valgt periode, periodens lengde, m.m. og brukes mer implisitte metoder vil resultatene avhenge av modeller og antakelser<sup>3</sup>.

Både høringsunderlaget og P/M sin rapport antyder at risikofri rente bør sees i sammenheng med markedspremien. Nivåene varierer, men studier har vist at de kan være negativt korrelerte over markedssykluser<sup>4,5</sup>. En bør dermed ikke kombinere et bilde som reflekterer dagens lave risikofrie renter med et anslag for markedspremie over en lang periode. De bør vurderes samlet for å få et bilde av det totale kravet til avkastning.

Etter en gjennomgang av et utvalg analyser, deriblant noen som fokuserer på det amerikanske aksjemarkedet, konkluderer NVE med at 5 % markedspremie i kombinasjon med 1,5 % realrente og 2 % inflasjon skal gi en nominell avkastning på 8,5 % - noe som er "... over gjennomsnittlig aksjeavkastning siste 20 år" (sitat).

Under vises gjennomsnittlig geometrisk avkastning på Oslo Børs for ulike tidsintervall i perioden 2017 til 1995 (siste og første år i datasettet<sup>6</sup>) og 2016 til 1995 (uten periodens siste år med høy avkastning). En aritmetisk beregning gir typisk et høyere avkastningsnivå, og det virker å være noe delte syn på hvilket sentralitetsmål som er mest egnet for fastsettelse av markedspremien<sup>3</sup>. Her har vi for illustrasjonens skyld tatt et konservativt utgangspunkt. Et valg burde vært basert på en bredere vurdering, og noen kilder anbefaler en vekting. Dette ville løftet videre anslag.

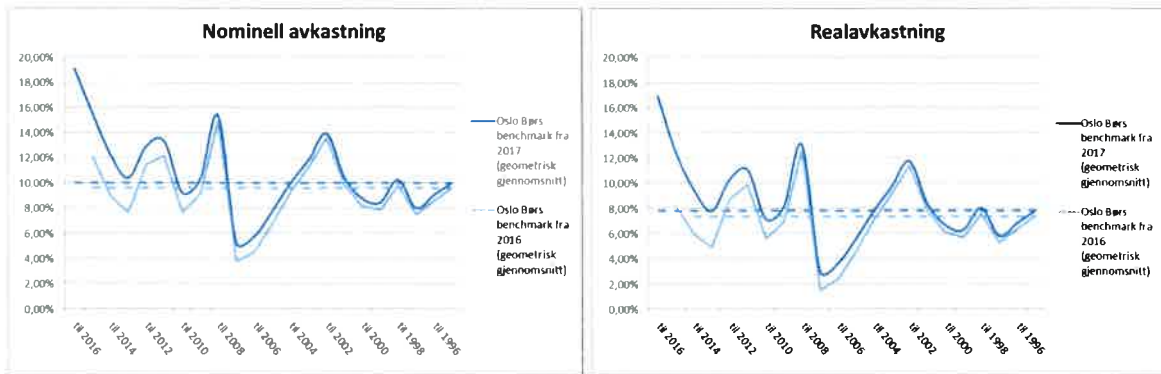
Helt til venstre i kurvene med mørkeblå linjer vises avkastningen i perioden 2017 til 2016, så 2017 til 2015, 2017 til 2014, osv. Helt til høyre dekkes hele perioden, 2017 til 1995. Tilsvarende er vist i lyseblått for periodene som starter i 2016. Desto lenger en periode er, desto mer utjevnes de enkelte årene. Den lengste perioden gir derfor det mest robuste bildet og er utgangspunktet videre.

<sup>3</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3140837](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3140837) (Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2018 Edition)

<sup>4</sup> [https://www.newyorkfed.org/research/epr/2015/2015\\_epr\\_equity-risk-premium](https://www.newyorkfed.org/research/epr/2015/2015_epr_equity-risk-premium) (Economic Policy Review. The Equity Risk Premium: A Review of Models) "By employing differences across models, the authors argue that the ERP in 2012 is elevated mainly because Treasury yields are low, not because the expected future cash flows from stocks are high."

<sup>5</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3140837](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3140837) (Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2018 Edition) "As we will see later in this paper, there is evidence that equity risk premiums have risen since 2008 but much of that rise can be attributed to lower interest rates rather than higher required returns on stocks."

<sup>6</sup> <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AARsstatistikk>



Avkastningen er både følsom for periodelengde og hvilken periode det tas utgangspunkt i. Det lengste geometriske gjennomsnittet – 2017 til 1995 - gir ca. 10 % nominell avkastning og litt under 8 % realavkastning. Dette er over nivået antydnet i høringsdokumentet (sitatet). De siste 10 årene har avkastningen vært høyere mye av tiden.

Om en legger inn en margin på inntil 1 %-poeng for periodefølsomhet på det geometriske snittet for perioden fra 2017 til 1995, så tilsier datasettet en sum av norsk markedspremie og realrente på 7 - 8 % over en noe lenger sikt. Perioden 2016 til 1995 ligger innenfor intervallet. Nivåene kan innbyrdes variere, men summen – dvs. markedets avkastning over inflasjon – er nok mer stabil enn de enkelte parameterne.

Dagens sum av risikofri realrente og markedspremie ligger i det skisserte intervallet. Følgende kombinasjoner gir en realavkastning på 7 % som samsvarer med intervallets nedre nivå:

- NVEs foreslåtte risikofrie realrente på 1,5 % og en markedspremie på 5,5 %.
- En risikofri realrente på 2 % og NVEs foreslåtte markedspremie på 5 %.

*Bransjens risikobilde er i endring og dette kan ha betydning for beta - egenkapitalleddet*

Å investere innebærer en risiko for tap. Risikonivået har betydning for hvordan markedet vurderer en rimelig avkastning. Av de mer faste parameterne, så kan beta for nettvirksomhet være sårbar for eventuelle endringer i bransjens risikobilde.

Bransjens risikonivå er viktig fordi det er i endring. Ny teknologi gir nye muligheter og skaper rom for lokale løsninger. Alternativ til nett kan utfordre det tradisjonelle nettmonopolet. Nettkundene får nye behov, og nye kundetyper kan ha en kortere tidshorisont enn dagens kunder - med påfølgende risiko for "stranded assets".<sup>7</sup> Regulatoriske forhold er også av relevans. Det jobbes blant annet med lokale energisamfunn både i Norge og på europeisk nivå. Dette kan påvirke nettselskapenes oppgave. Den økonomiske reguleringen endres jevnlig. Noen endringer gjør den mer treffsikker og riktig, mens andre påvirker incentivene. Forhold som rammer hele bransjen er endringer i minimumsavkastningen, m.m.

Vi anbefaler at det gjøres en gjennomgang av pågående og mulige endringer i bransjens risikobilde samt hvordan disse kan påvirke markedets syn på å investere i selskap som eier en betydelig ikke-flyttbar anleggsmasse med lang levetid. Høringsforslagets vurdering av forretningsbeta favner tekniske analyser med et historisk grunnlag:

- P/M foreslår å beholde dagens nivå på 0,35. De ser antydninger til en nedgang i sitt datamateriale samtidig som usikkerheten er betydelig.

<sup>7</sup> Tradisjonell kraftkrevende industri har en lang horisont som i stor grad samsvarer med nettanlegg sin lange levetid. Tilsvarende gjelder vannkraftanlegg. Datasentre reinvesteres jevnlig, og det dette kan gi en kortere horisont. Vindparker har gjerne en levetid på 25 år. Om det er gunstig å reinvestere anlegget etter endt levetid er mer usikkert. Andre alternativ – som sol og havvind - kan overta / ha overtatt.



- Professor Thore Johnsen anbefaler en økning til 0,40. Han har beregnet seg fram til en signifikant økning i betaverdier og påpeker svakheter i P/M sin metodebruk.

Vi er på full fart inn i mange "skifter" som rammer energiområdet (teknologisk, grønt, m.m.). Bevisstheten rundt utviklingen styrkes daglig. En bør derfor utfylle de tekniske analysene med en vurdering av endringer i nettselskapenes risikobilde. Samt hvilken betydning dette har for beta. Dette for å sikre at det velges et nivå som gjenspeiler den kommende tiden og nettanleggenes levetid. Dagens investeringer binder kapital selv om fremtidens behov er i endring. En økt risiko kan tilsi en økt beta.

Vi foreslår at en i første runde benytter en forretningsbeta som ligger mellom nivået antydnet i de to anbefalingene – 0,375.

#### *Bransjespesifikk kredittrisikopremie - gjeldsledet*

NVE foreslår å endre beregningen av kredittpremie i modellens gjeldsled slik at den baseres på et bredere selskapsgrunnlag enn i dag. Dette inkluderer selskaper med en lavere kredittkvalitet. Selve kredittpremien skal beregnes som et vektet snitt av Nordic Bond Pricing sine kraftkurver 1-3.

Kredittrisikopremien skal reflektere en "*Årlig gjennomsnittlig bransjespesifikk kredittpremie som fremkommer...*" (Kontrollforskriften § 8-1). Reguleringen er utformet slik at et gjennomsnittlig effektivt nettselskap skal kunne oppnå en avkastning på nivå med referanserenten. Dette betyr at kredittpremien bør reflektere et vektet bransjesnitt, og ikke lånekostnadene til de mest eller minst effektive selskapene. NVE sitt forslag innebærer en forbedring av dagens tilnærming og er vesentlig bedre enn P/M sitt forslag. Det dekker en større andel av selskapsrommet, er mer representativt for bransjen samt mindre avhengig av enkeltelskap. Forslaget tar i stor grad hensyn til de innspill vi hadde som del av høringen på P/M sin rapport i 2017. Det bør kanskje vurderes i hvilken grad en vektet kombinasjon av kraftkurvene reflekterer et vektet bransjesnitt.

#### *Risikofri rente - gjeldsledet*

P/M foreslo en NIBOR-basert tilnærming til risikofri rente i gjeldsledet. I det aktuelle forslaget velger NVE å beholde dagens som bygger på en 5 års swap-rente. Dette er i tråd med vårt innspill fra 2017, og det gir både mindre volatilitet og økt forutsigbarhet. Egne erfaringer og gjennomførte undersøkelser viser at selskapene har en lånefinansiering med en viss sikringslengde. Nettanlegg har en lang levetid.

#### *Samlet vurdering*

Skagerak Nett er positiv til den stegvise tilnærmingen NVE har hatt til arbeidet med referanserenten, inkludert muligheten det har gitt for å involvere eksterne fagmiljø. Det er viktig å være tett på i tiden som kommer gitt den usikkerheten som råder vedrørende videre utvikling av økonomien.

Den økte usikkerheten samt markedsavkastningen for aksjer tilsier at summen av risikofri realrente og markedspremie bør økes med 0,5 %-poeng sammenlignet med forslaget. Vi har ikke tatt stilling til hvordan økningen bør fordeles mellom de to parameterne. Beta bør vurderes opp mot bransjens risikobilde som er i endring, og en bør i første omgang velge et nivå på 0,375 istedenfor 0,35.

## 2. Omgjøring av inntektsrammer

Tidligere begrenset forvaltningsloven NVEs muligheter til å omgjøre vedtatte inntektsrammer til ugunst for nettselskapene. I 2016 ble det etablert en egen mulighet for slike endringer gjennom energiloven. Samtidig bad OED NVE om å utarbeide et utkast til forskriftstekst.

I høringsforslaget foreslår NVE å innføre en særbestemmelse om klage og omgjøring ved fastsettelse av inntektsrammevedtak. Dette inkluderer omgjøring til ugunst. I praksis skisseres en gjennomføring der det innføres et korreksjonsledd i fremtidige inntektsrammevedtak for å korrigere for eventuelle feil i inntektsrammer to år tidligere. Forslaget begrunnes med ønsket om en mer effektiv saksbehandling samt riktigere inntektsrammer (slik at nettkundene over tid ikke betaler mer enn nødvendig).

En bør være varsom med å etablere bransjespesifikke særbestemmelser som representerer unntak fra alminnelig regelverk. Forslaget vil gi mindre forutsigbarhet for nettselskapene (egen inntekt påvirkes indirekte av andre selskaps data gjennom inntektsrammemodellen), særlig om en endring får betydning for inntektsrammeberegningens referanseselskaper. Forholdene forslaget begrunnes utfra kan adresseres på andre måter. Direktoratet kan blant annet øke ressursbruken på kvalitetssikring av datasett på et tidlig tidspunkt. Det går lang tid fra grunnlagsdataene innrapporteres til inntektsrammene vedtas (fra våren/sommeren før inntektsrammeåret til februar i året etter inntektsrammeåret). En kan også arbeide med å gjøre rapporteringen mindre sårbar for feil og tolkning. For å ta et eksempel, for regionalnett rapporteres nettanlegg etter NVEs veksystem. Når det ikke finnes vektorer som tilsvarer et bestemt anlegg, så skal det rapporteres i en nærliggende kategori. Det kunne vært hensiktsmessig om selskapene i en noe større grad rapporterte faktiske anlegg og at NVE i etterkant gjorde nødvendige innplasseringer. Dette ville redusert muligheten for misforståelser, m.m.

Skagerak Nett støtter en tidsmessig begrensning av en eventuell korreksjonsmulighet.

\*\*\*

Hvis det er ønskelig, så stiller vi gjerne for å utdype våre synspunkt.

Vennlig hilsen  
for Skagerak Nett AS



Eivind Gramme  
Sivilingeniør