

NVE-RME  
Reguleringsmyndigheten for Energi  
Postboks 5091  
Majorstuen  
0301 OSLO

Sted:  
Stjørdal  
  
Vår ref.:  
Deres ref.:

Dato:  
02.05.2024  
  
202402119

## Innspill ekspertrapport – vurdering av referanserenten i inntektsrammereguleringen

### Oppsummering

Thema har levert en rapport hvor gjeldende modell for fastsettelse av den regulerte referanserenten er vurdert. Thema foreslår enkelte endringer i den bestående modellen. Endringene som foreslås er svakt begrunnet og støttes ikke av Tensio. Det er svært ugunstig om modellen gjøres mer abstrakt hvor faktiske markedsobservasjoner i enda mindre grad har betydning. En mindre realitetsorientert modell vil øke risikoen for at regulert kompensasjon vil avvike fra et rimelig markedsbasert nivå. At referanserenten blir mer fast i Themas modell vil virke destabiliserende på bransjens likviditetsmessige og finansielle stilling og gjøre det mer krevende å trekke til seg ny kapital og foreta investeringer. Themas anbefalinger introduserer på sett og vis de samme utfordringene i Norge som de selv nevner finnes i Europa. I en periode med store behov for å bygge nettet for det neste århundret og for det moderne elektriske og klimanøytrale samfunn bør investorene gjøres trygge på at nettkapitalen vil kompenseres på et ordinært markedsmessig nivå.

### Bakgrunn og forslag til endringer

Thema Consulting Group (Thema) har på oppdrag fra Reguleringsmyndigheten for Energi (RME) vurdert parameterne i referanserentemodellen herunder samspillet mellom dem. Thema foreslår å endre to elementer i beregningsmodellen. Den første anbefalingen er å basere inflasjonskompensasjonen på lengre tidsserier. Thema mener dagens modell er kortsiktig hvor det risikeres vekselvis under- eller overkompensasjon. En lengre tidshorisont vil ifølge Thema føre til økt stabilitet i inntektsdannelsen. Den andre anbefalingen er å inkludere Statnett i referanseporteføljen for beregning av kredittpremier på gjeldsleddet og endre vektingen.

### Saksforhold

RME har som prinsipp at sentrale deler av reguleringen skal vurderes periodisk. I denne forbindelse har RME bedt Thema å vurdere hvordan referanserenten fastsettes i inntektsrammemodellen. Referanserenten skal reflektere hva en velinformert rasjonell investor krever i avkastning for å investere midler i nettvirksomheten. Rentefastsettelsen bygger på en WACC/CAPM modell som er en anerkjent og mye anvendt metode for å definere finansielle avkastningskrav. Referanserenten fastsettes for ett år om gangen og

---

benyttes i de årlige inntektsrammefastsettelsene. Selve modellen er ikke bedt vurdert av RME, men byggesteinene i modellen – dvs. modellparameterne i referanserentemodellen. Det er disse inputparameterne som avgjør nivået på referanserenten – output fra modellen.

Modellen består av to ledd – et egenkapitalledd og et gjeldsledd. Dette skal reflektere at selskapene vil være finansiert av både gjeld og egenkapital, og at avkastningskravene for de ulike kapitalklassene er ulik og påvirkes av ulike faktorer. Siden WACC modellen definerer et vektet avkastningskrav er det nødvendig å vurdere hvordan fordelingen er mellom gjeld og egenkapital i nettvirksomheten. I dagens modell benyttet en gjeldsandel på 60 % og en egenkapitalandel på 40 %. Denne vektingen samsvarer godt med et europeisk nivå og med et norsk nivå slik Thema viser til og det er dermed liten grunn til å vurdere endringer i vektandeler.

I referanserentemodellen kompenseres selskapenes gjeld etter følgende formel:

$G \times (SWAP + RP)$

$G = 60 \% \text{ gjeldsandel}$

$SWAP = 5 \text{ årig swaprente som skal estimere pengemarkedsrenter for årsperioden}$

$RP = \text{risikopåslag over de rene pengemarkedsrentene}$

Modellen knyttes dermed mot en markedsbasert rentereferanse med et risikopåslag. Thema foreslår å endre hvordan risikopåslaget skal fastsettes. I dagens modell fastsettes risikopåslaget ut fra observerte noteringen i en portefølje av sammenlignbare selskaper. Sammenligningsgrunnlaget er helt konkret en vektet sammensetning av påslagene på obligasjonene for de mest kredittverdige kraftselskapene i bransjen. Disse selskapene inngår i det som i markedet kalles kraftkurve 1, kraftkurve 2 og kraftkurve 3. Gjeldsleddet i referanserenten baseres på en vekting mellom de tre ulike kraftkurvene basert på antall selskaper i hver kurve. Thema mener Statnett bør legges til i kurven slik at rentebetingelsene til alle nettselskaper inkludert Statnett representeres av modellen og at vektingen skal baseres på kapitalavtrykket.

Tensio støtter ikke Themas forslag. Statnett er i en helt annen stilling enn øvrige selskaper i bransjen som et statlig eid statsforetak. Kredittverdigheten til Statnett er dermed bedre og ikke representativ for andre selskaper i bransjen. Statnetts kredittverdighet er uopnåelig for alle andre selskaper i bransjen og det er urimelig at en skal indeksere andre selskaper mot Statnetts uopnåelige nivå. Statnett har dermed tilgang til billigere kapital enn alle andre selskaper. Dette fremkommer nokså klart av tilgjengelige markedsnoteringer. Statnett er således ikke representativ målestokk for kredittrisikoen i bransjen og av hensyn til rimelighet og metode bør bare selskaper med representativ kredittrisiko inkluderes i sammenligningsgrunnlaget.

Thema skriver i rapporten at nettselskapene i kraftkonsernene trolig vil fremstå mer kredittverdige på stand alone basis. Dette anføres som et argument for å inkludere Statnett i sammenligningsgrunnlaget. Som følge av intern organisering er nettselskapene representert av de respektive morselskapene i kraftkurvene. Det er slik Thema påpeker få rene nettselskaper og de fleste nettselskapene inngår i kraftkonsern og finansieres i konsernet som en del av konsernet.

Et nettselskap i et konsern kan ikke ha en høyere kredittverdighet enn selve konsernet da konsernet står fritt til å disponere alle midlene konsernet rår over – herunder nettets

---

eiendeler. Hvis nettselskapet i teorien kunne hatt adgang til en rimeligere finansiering som et frittstående selskap er konsekvensen av organiseringen at nettselskapet ikke har tilgang til en rimeligere finansiering enn kraftkonsernet. Det er derfor rimelig å benytte kraftkurvene til morselskapene som referanse for kapitalkostnadene til nettselskapene. Dette er også en minimal utfordring. De fleste kraftkonsern har høy kredittverdighet og gunstige rentebetingelser.

Mange kraftkonsern har også blitt oppgradert i senere år i hovedsak som følge av økende kraftpriser og bedre fremtidsutsikter for kraftvirksomheten i konsernet. Eksempler på dette er at både Eidsiva og Lyse, som inngår i kraftkurvene, har blitt løftet fra BBB+ til A- av Scope i seneste kredittvurdering. Dette gjør også at kraftkurvene korrigeres inn og utfordrer perspektivet hvor nettet har tilgang til rimeligere finansiering enn kraftkonsernet som en samlet enhet. At kraftkurvene består av selskaper med offisiell rating i området BBB- til BBB+ er ikke en treffsikker beskrivelse av gjeldende kredittvurderinger. Det er ikke rimelig å tenke bort konserntilknytningene i bransjen som representerer faktiske forhold som påvirker finanskostnadene til nettselskapet. På tilsvarende vis er det heller ikke rimelig å tenke bort eierskapsforholdene til Statnett og hvordan dette påvirker selskapets kreditt-rating, selskapets finanskostnader og konsekvensen for representativitet.

Egenkapitalleddet i modellen er slik:

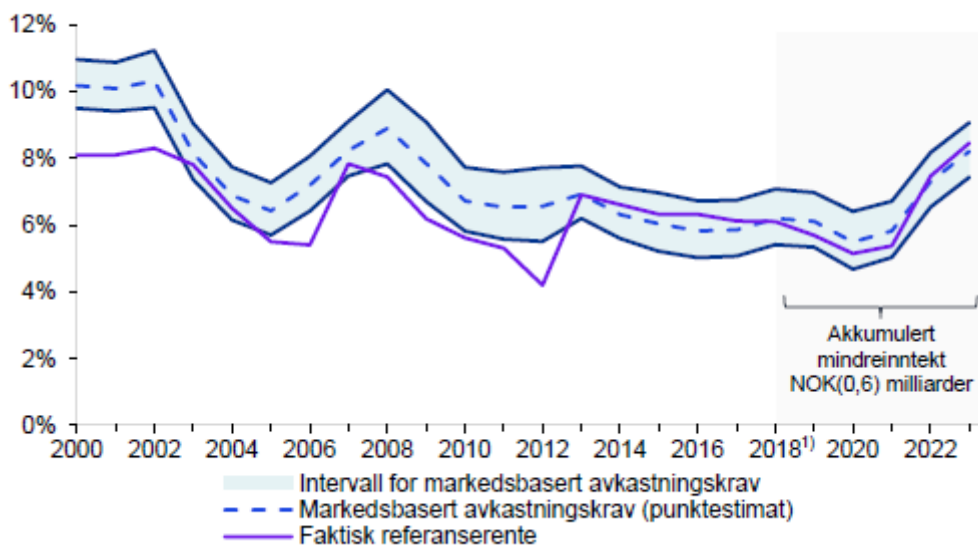
$$E \times (R_f + \text{Infl} + \beta_e \times \text{MP}) / (1 - s)$$

E = 40 % egenkapitalandel  
R<sub>f</sub> = fast nøytral realrente  
Infl = prisvekst  
β<sub>e</sub> = Egenkapitalbeta  
MP = Markedspremie  
S = skattesats

Leddet skal kompensere egenkapitalen som benyttes i nettvirksomheten. Uttrykket målbærer at en egenkapitalinvestor vil kreve kompensasjon for prisveksten og for den risikoen investeringen representerer på skattejustert basis. I sum skal uttrykket fange opp hva en velinformert og veldiversifisert investor – i et perfekt marked - vil kreve i avkastning for å investere i nettet. Modellen benyttes da det ikke fins et direkte og representativt sammenligningsgrunnlag som kan benyttes for å fastsette et rimelig nivå – dette til forskjell fra gjeldsleddet der man har de nevnte kraftkurvene som kan benyttes.

Themas samlede vurdering er at RMEs modell har fungert godt, også sammenlignet med andre lands regimer. Dette skyldes at modellen har årlige rentefastsettelse som gjør at endrede markedsforhold fanges opp i modellen – i motsetning til andre land som har sykluser på for eksempel 5 år hvor renten settes for hele perioden ut fra beste estimater på fastsettelsestidspunktet. Dette gir større risiko for at nivået blir feil som medfører økt risiko for aktørene og påfølgende rettslige prosesser. KPMG har på oppdrag fra Fornybar Norge vurdert fastsettelsen av referanserenten. Vurderingen viser at dagens modell treffer rimelig godt:

RMEs referanserente i perioden 2000 til 2023



Figuren viser at modellen som ble benyttet frem til 2012 ga en betydelig underkompensasjon. Denne uheldige underkompensasjonen førte til en lang periode med alt for lave investeringer i nettet og et etterslep selskapene og samfunnet sliter med den dag i dag. I og med et det er krevende å fastslå et nøyaktig nivå på en rimelig avkastning opererer KPMG med et intervall rundt et midtpunkt. Dagens modell ligger nokså tett på midtpunktet i KPMG analyser og referanserenten svinger både over og under midtpunktet i intervallet.

Ut fra dette perspektivet og fra de overordnede synspunktene Thema forfekter, er det lite som tilsier at modellen bør endres. Til tross for at modellen treffer bra og fungerer godt foreslår Thema å justere noen av enkeltelementene i modellen. Dette mener Tensio er uheldig. Det er viktig å holde fast på modellen og ikke justere enkeltelementene når dette ikke virker rimelig. Selv om det sikkert er mulig å drøfte enkelte elementer og presisjonen på disse er det viktigste at investeringer totalt sett kompenseres på et rimelig nivå, noe som virker å være tilfellet. I fravær av en rimelig samlet kompensasjon vil det ikke investeres nok i nettet og infrastrukturen vil forfalle. Sett i lys av de betydelige problemene det er i landet med lite og trange nett og etterslep er det uheldig å innføre en modell som underkompenser kapitalen i nettet. Det er ikke for lønnsomt å investere i nettet i dag og det er helt essensielt at investeringsinsentivene ikke svekkes, dette kan underbygges med faktiske observasjoner over den manglende nettkapasiteten i landet. Dette kapasitetsunderskuddet hadde neppe eksistert om kapitalen faktisk var overkompensert.

Det Thema foreslår er at måten prisveksten kompenseres i modellen skal endres. Thema taler for at modellen skal baseres på «inflasjonsmål» og ikke faktisk inflasjon da et inflasjonsmål er mer langsiktig og ikke svinger så mye noe som gir økt stabilitet i modellverket.

En investor vil kreve kompensasjon for faktisk inflasjon – ikke for inflasjonen vi «burde hatt» ut fra en finanspolitisk målsetning. En investor som ser at kompensasjonen ikke dekker prisveksten vil ikke bidra med kapital til nettvirksomheten. At dagens modell allerede har to

år med «inflasjonsmålsetning» innebærer en risiko for at prisveksten ikke kompenseres fullt ut også i dagens modell. At modellen skal svinge mindre er ikke stabiliserende – det er tvert imot destabiliserende. Årsaken til at referanserenten svinger mindre i Themas forslag er at modellen ikke kompenserer for den faktiske svingende inflasjonen investorene utsettes for i markedet.

Modellen som foreslås kan ikke støttes av Tensio da den blir mer teoretisk, mindre virkelighetsnær samtidig som risikoen øker for at kompensasjonen vil avvike fra et rimelig nivå. Forslaget vil virke destabiliserende på bransjens likviditetsmessige og finansielle stilling i en periode med store behov for å bygge nettet for det neste århundret og for det moderne elektriske og klimanøytrale samfunn.

Tensio har tidligere spilt inn at dagens modell som tar utgangspunkt i perfekte markeder med velinformerte og veldiversiferte investorer uten transaksjonskostnader ikke gjenspeiler bransjens strukturelle realiteter. Tensio mener det bør gjennomføres endringer slik at det gis kompensasjon for finansielle transaksjonskostnader. Disse kostnadene er reelle og kan enten dekkes som et kronetillegg (basert på rapportering i erapp) eller som et påslag i referanserenten. Kostnadene knyttes for eksempel til tilretteleggerhonorarer, kredittfasiliteter, børsgebyrer, kredittkostnader for etablering og opprettholdelse av rating, kostnader ved tillitsmann m.v. Det bør også vurderes om det bør legges til en likviditetspremie til egenkapitalleddet for å reflektere strukturelle realiteter. Kapitalmarkedsmodellen har også slik Tensio har spilt inn tidligere den svakhet at den undervurderer faktisk avkastning for kvalitetsselskaper med lav beta<sup>1</sup>.

Vegard Strand– leder økonomiske analyser og rammevilkår, Tensio AS

*Dokumentet sendes uten underskrift. Det er elektronisk godkjent i henhold til interne rutiner.*

---

<sup>1</sup> [http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013\\_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf](http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf)  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Low-volatility\\_anomaly](https://en.wikipedia.org/wiki/Low-volatility_anomaly)