

Reguleringsmyndigheten for Energi
Postboks 5091, Majorstua
0301 Oslo
rme@nve.no

03.05.2024

Innspill på vurdering av referanserenten i inntektsrammereguleringen

Lede takker for muligheten til å gi innspill til Reguleringsmyndigheten for Energi (RME) på rapporten «Vurdering av referanserenten i inntektsrammereguleringen». Konsulentrapporten er utarbeidet av Thema Consulting Group (TCG) i samarbeid med NERA Economic Consulting.

I de kommende årene er det et stort behov for investeringer i strømnettet. Det norske samfunnet skal videreutvikles, det grønne skiftet skal realiseres og eldre nettanlegg skal fornyes. Et tilstrekkelig nivå på referanserenten er viktig for at nettselskapene skal kunne finansiere nødvendige ny- og reinvesteringer til akseptable betingelser. Det er uheldig å skape usikkerhet i forhold til avkastning på nettinvesteringer i en periode der behovet for kapitaltilførsel er stort.

Egenkapitalledet: risikofri rente og markedspremie

Som Lede tok opp i selskapets innspill på høringen om referanserenten i 2018, og som TCG også påpeker, er det en samvariasjon mellom den risikofrie renten og markedspremien. Parameterne bør ikke vurderes hver for seg. Markedsdata kan tyde på en terskeeffekt der en lav risikofri rente fører til en høyere markedspremie. Denne samvariasjonen bør i større grad belyses. Summen av den risikofrie renten og markedspremien er også mer observerbar enn parameterne hver for seg.

I RMEs evaluering i 2018 ble den risikofrie renten og markedspremien vurdert hver for seg. Den gang ble nivået på den lite observerbare risikofrie nøytrale realrenten redusert, men RME vurderte ikke om en slik reduksjon burde føre til en økt markedspremie. Dette burde ha vært gjort. Mye tyder på at markedspremien i dagens referanserentemodell er for lav, både om en ser på avkastningen ved å investere i norske selskaper på Oslo Børs og om en ser på internasjonale undersøkelser¹. Over lang tid har investeringer i aksjemarkedet gitt en meget god avkastning.

¹ <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2023-summary-edition.pdf>

Egenkapitalledet: beta

Referanserentemodellen har lenge benyttet en beta på 0,35. Undersøkelser fra 2012 peker på et nivå mellom 0,3 og 0,45. Siden den gang har nettbransjens risikonivå økt. Dette skyldes det grønne skiftet, ny teknologi og behovet for store investeringer. De store investeringene har lange levetider og kontantstrømmer. De nevnte forholdene underbygger at dagens beta på 0,35 er for lav.

Egenkapitalledet: inflasjon

TCG foreslår å bruke en lenger tidsperiode for å måle inflasjonen, f.eks. 10 års prognoser basert på SSBs anslag og Norges Banks inflasjonsmål. I dag benyttes snittet av verdier for 4 nærliggende år (faktiske verdier for årene t-1 og t samt SSBs prognoser for årene t+1 og t+2).

Lede mener at dagens tilnærming til inflasjon bør beholdes. Tilnærmingen har fungert godt. TCGs forslag vil øke risikoen for over- og underkompensasjon av nettselskapene. Det er dermed lite hensiktsmessig å gå fra dagens tilnærming som vektlegger den faktiske situasjonen og nære forventninger, og over til en tilnærming som vektlegger langsiktige anslag og mål, dvs. det som kan kalles tro, håp og ønsker. Inflasjonen er veldig vanskelig å spå, også for SSB og Norges Bank. Hvis langsiktige inflasjonsanslag og -mål kan unngås i reguleringsmodellen, bør de unngås.

Hvis TCGs forslag innføres, vil bransjens regulatoriske risiko øke. Det er uforutsigbart og lite tillitsvekkende med en inntektsreguleringsmodell som benytter korte tilnærminger og nære prognoser i perioder med lav inflasjon der langsiktige spådommer peker oppover, mens når situasjonen snur, altså i perioder med høyere inflasjonen der langsiktige spådommer peker nedover, går over til å benytte langsiktige anslag og mål. Hvis reguleringen skal være så uforutsigbar og basere seg på «cherry-picking», vil det trekke beta oppover. Fordi nettselskapenes risiko øker.

Gjeldsledet: Kredittpremie

TCG foreslår å inkludere Statnett i grunnlaget som benyttet for å fastsette kredittpremien.

Lede støtter ikke TCGs forslag. Statnett som SF, nyter godt av statens økonomiske ryggdekning. Ingen andre nettselskaper kan få en slik ryggdekning. Statnetts statlige ryggdekning bidrar til å senke selskapets lånekostnader. Kredittpremien for nettselskaper i lokalt og regionalt distribusjonsnett bør fastsettes basert på et relevant univers. Statnett inngår ikke i universet som er relevant for nettselskapene i lokalt og regionalt distribusjonsnett.

Gjeldsledet: Transaksjonskostnader ved finansiering

TCG tar opp at transaksjonskostnader ved finansiering ikke er inkludert i referanserenten eller kostnadsgrunnlaget. Lede mener at inntektsreguleringen bør håndtere slike kostnader, f.eks. gjennom et påslag i referanserenten på 0,1 prosentpoeng.

Den beskrevne tilnærmingen med et påslag for transaksjonskostnader ved finansiering, kan sammenlignes med påslaget som finnes i inntektsreguleringen av nettap. Inntektsreguleringen av nettap tar utgangspunkt i den observerbare prisen i spotmarkedet og har i tillegg et påslag som skal reflektere handels- og regulerkraftkostnader.

Investors krav til risikopremie for investeringer i små land med en svak valuta

I enkelte av TCGs vurderinger belyses parametere og nivåer ut fra internasjonale forhold. Det er viktig å huske på at investorer gjerne krever et risikopåslag for å investere i små land med en svak valuta. Dette forholdet bør det tas hensyn til i et videre arbeid.

Ta gjerne kontakt ved spørsmål om vårt innspill.

Med vennlig hilsen
Lede AS

Eivind Gramme
Rammeforhold

