

Olje- og energidepartementet
Postboks 8148 Dep
0033 Oslo

Bergen, 29. November 2022

Vår ref. CO_006_2022

Deres OED ref. 22/1744-

Kopi til Gassco

Ettersendelse - høringsuttalelse vedr. forslag til endringer i tarifforskriften, ref 22/1744-

Det vises til departementets høringsbrev datert 20. september 2022 (deres referanse 22/1744-) samt høringsnotat med forslag til endringer i tarifforskriften for bruk av Gjøa gassrørledning og Utsirahøyden gassrørledning.

CapeOmega AS har gitt høringsuttalelse til forslaget, vår ref. CO_005_2022. Dette brevet utdyper vår kommentar om at nivåene for rimelig fortjeneste og rimelig avkastning må være tilpasset utviklingen i markedsforholdene.

Departementets fastsettelse av ny regulert avkastning for I-elementer og K-elementer fra og med 1. januar 2021 bygget på en rapport fra professor emeritus Thore Johnsen av oktober 2018. Dette fremgår av departements brev av 7. februar 2020 med vedlagt notat og brev av 26. november 2020. Her fremholder departementet at dersom rentenivået i fremtiden blir vesentlig annerledes enn det som er lagt til grunn av professor Johnsen, vil det være aktuelt for departementet å vurdere avkastningsnivået på nytt for nye investeringer som det skal fastsettes tariff for.

I lys av markedsutviklingen har vi forespurt Johnsen om å oppdatere sin rapport fra 2018. Rapporten er vedlagt.

Johnsens oppdaterte utredning dokumenterer den betydelige økningen i langsiktig forventet realrente og inflasjon samt den antatt økte risikoen ved drift og investeringer i infrastruktur på sokkelen. Johnsens reviderte beregninger av før-skatt WACC realkrav er nå 4.76% for I-element. Dette er 1,67% høyere enn i utredningen datert 18.10.2018 og som ligger til grunn for gjeldende praksis som er 3,5%.

Johnsen sin analyse inkluderer ikke effektene ved skatteomleggingen til kontantstrømskatt som ble innført med virkning fra 01.01.2022. Denne effekten har CapeOmega beregnet til 1,89 %¹ redusert avkastning etter skatt.

Johnsen sin analyse hensyntar heller ikke eiernes økte kostnader som følger av departementets forslag om endring i fastsettelse i I-elementet. Kostnaden oppstår ved at eierne må ha en økt kapitalberedskap. Denne kostnaden anslår vi til å være 0.2%.²

¹ Anslaget viser effekten av skatteomleggingen og som tar utgangspunkt i en 10-års investering der man benytter 3,5% realrente før skatt.

² Beløpet er utregnet med utgangspunkt i ledig kapital på 25% av planlagte investeringer. I bankfasiliteter er det vanlig praksis å betale en committment fee som er 35% av lånemarginen. Her beregnet til 80 basispunkter. Kostnaden blir da 25% (ledig kapital) multiplisert med 80 basispunkter. (0.8%*0.25 = 0.2%).

Oversikt over reviderte beregninger:

	<u>I-element</u>	<u>K-element</u>
<u>Gjeldende praksis for avkastning iht. høringsnotatet</u>	<u>3,50%</u>	<u>5,00%</u>
<u>Endring i avkastningskrav 2018 I og K</u> 3,09% - 5,14% vs oppdatert rapport 2022 4,76%/ - 7,13%	<u>1,67%</u>	<u>1,99%</u>
<u>Skatteendring fra 1.1.2022</u>	<u>1,89%</u>	<u>1,16%</u>
<u>Kapitalberedskapskostnader</u>	<u>0,20%</u>	<u>0,00%</u>
<u>Sum</u>	<u>7,26%</u>	<u>8,15%</u>

Dagens praksis med avkastningsnivå på hhv. 3,5% og 5% oppfyller ikke kravet til rimelig avkastning i pf. § 63 fjerde ledd og heller ikke kravet til rimelig fortjeneste etter petrol. § 4-8 annet ledd. Det må derfor foretas en umiddelbar justering av gjeldende avkastningsnivåene for investering i gass infrastruktur. for I-element.

Med vennlig hilsen

Evy Glørstad
CEO
CapeOmega AS

Vedlegg-rapport fra Thore Johnsen³

³ I rapporten er det feil i tabellen vedrørende sensitiviteter. Nytt notat vil bli sendt når dette er rettet.

Verification

Transaction 09222115557482440749

Document

CapeOmega ettersendelse høringsuttalelse endringer i
tarifforskriften nov 2022

Main document

2 pages

*Initiated on 2022-11-29 11:52:46 CET (+0100) by Ronny
Nordstrøm Larsen (RNL)*

Finalised on 2022-11-29 11:53:36 CET (+0100)

TJ versjon 20221121 Eierskapskostnader Gassled nov 22

Attachment 1

9 pages

Merged with the main document

Attached by Ronny Nordstrøm Larsen (RNL)

Initiator

Ronny Nordstrøm Larsen (RNL)

CapeOmega AS

Company reg. no. 995152142

ronny.larsen@capeomega.com

+4790141267

Signing parties

Evy Glørstad (EG)

CapeOmega AS

egl@capeomega.com

+4748216874

Signed 2022-11-29 11:53:36 CET (+0100)

This verification was issued by Scrive. Information in italics has been safely verified by Scrive. For more information/evidence about this document see the concealed attachments. Use a PDF-reader such as Adobe Reader that can show concealed attachments to view the attachments. Please observe that if the document is printed, the integrity of such printed copy cannot be verified as per the below and that a basic print-out lacks the contents of the concealed attachments. The digital signature (electronic seal) ensures that the integrity of this document, including the concealed attachments, can be proven mathematically and independently of Scrive. For your convenience Scrive also provides a service that enables you to automatically verify the document's integrity at: <https://scrive.com/verify>



Kostnader knyttet til eierskap i Gassled

1. Bakgrunn for min beregning av WACC for regulert gassinfrastruktur

I det følgende begrunner jeg en vesentlig økning av før-skatt real-WACC – og derfor inntektsramme – for regulert gassinfrastruktur på sokkelen, både K- og I-elementet. Dette innebærer en revisjon av min vurdering som ble avgitt til OED den 18. oktober 2018 ('Avkastningsnivå ved fastsettelse av tariffelementer for nye investeringer i regulert gassinfrastruktur'). Vurderingen reflekter delvis en betydelig økning i langsiktig forventet realrente og inflasjon, men også den antatt økte risikoen ved drift og investeringer i infrastruktur på sokkelen.

Min vurdering er gjort på oppfordring fra eierselskapet Cape Omega, og den utvider og utdyper mine tidligere avgitte vurderinger av 22.oktober 2020 og 25.mai 2021.

2. Økonomiske endringer som tilsier et økt WACC for regulert gassinfrastruktur

Det er tre grunner for hvorfor kostnaden knyttet til kapitalen investert i Gassled er høyere enn Departementet tillatte avkastning på 3,5%, nemlig **(i) en høyere langsiktig realrente, (ii) større kredittrisiko og (iii) tillegg for sær-risiko ved drift av og investeringer i anlegget som ikke er dekket av systematisk risikopremie**. Jeg tar for meg disse faktorene etter tur.

(i) Høyere realrente. Figur 1 og 2 nedenfor illustrer den dramatiske økningen i løpet av 2022 for langsiktig realrente som handlet i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet (Treasury Inflation Protected Securities). 10-års realrente er nå 1,7 % og nærmer seg det «normalnivået» på 2 %, det samme gjelder 5- og 20-års realrente. Sentralbankstiltakene for å stimulere økonomiene etter finanskrisen i 2008, med kraftige kutt i korte styringsrenter og reduserte lange renter gjennom kjøp av statsobligasjoner. Dette presset rentene ned til historisk ekstremt lave nivåer i de fleste velutviklede økonomier og innebar null eller negativt realrentenivå selv for de lange statsrentene.

Utviklingen etter 2008 illustreres godt i figur 1 ved nivåskiftet for den handlede 10-års amerikanske realrenten for statsobligasjoner ('Treasury Inflation Protected Securities' – TIPS). Realrenten går fra et historisk 2%- nivå til nær null med mellomliggende økninger som følge bl.a. av mer dempet sentralbank-aktivitet, men så en kraftig stimulering og negative realrenter etter Covid-krisen i mars 2020. 2022 er nå preget av sterk økning i nominelle statsrenter og med en reelle statsrente som nærmer seg det historiske 2%-nivået. Noe av den dramatiske økningen i de amerikanske statsobligasjonsrentene kan nok tilskrives manglende likviditet pga. at bankene ikke lenger kan delta som market-makers. Dette så vi i særdeleshet under Covid-krisen medio mars 2020, spesielt den ekstreme variasjonen i realrente.

Figur 1 og 2 viser også den svært nære sammenhengen mellom amerikansk og norsk 10-års statsrente. I perioden 2000-22 var løpende inflasjon omtrent den samme (ca. 2,0 %) i de to økonomiene, og dette tilsier at vi kan bruke den amerikanske handlede 10-år realrente som et godt estimat på en lang norsk realrente, f.eks. ca. 2,0 % inntil finanskrisen og at vi nå kanskje

nærmer oss samme 2%-nivå¹. Dette har faktisk vært situasjonen i hele etterkrigstiden, med et forbløffende samsvar i nivå og endring, jfr. figur 3. I den grad det er større avvik, kan dette knyttes til ulik valutakurspolitikk (1986-92), mindre aggressiv norsk pengepolitikk (dot.com 2002, finanskrisen 2008-09 og okt-nov 2022) eller til oljeprisfallet (2014-20).

I min vurdering for OED av 18. oktober 2018 av før-skatt real-WACC for regulert gassinfrastruktur på sokkelen benyttet jeg en risikofri realrente på 1 %. Dette estimatet var påvirket av renteutviklingen etter finanskrisen. **Basert på min vurdering i dag, bl.a. ut fra figur 1 og 2 velger jeg å benytte en noe høyere realrente i intervallet 1,5 % - 2,0 % i mitt reviderte WACC-estimat nedenfor.**

(i) Økt kredittrisiko. Figurene 3 – 5 viser den relativt dramatiske økningen i ulike norske/nordiske og amerikanske kredittmarginer i løpet av 2022. Marginøkningen er større dess dårligere er kredittkvaliteten, f.eks. for amerikanske bedriftsobligasjoner i figur 4, fra +0,2 % for beste kvalitet (rating AAA/AA) til ca. +0,4 for meget god og middels god kvalitet (hhv. AA/A og A/BBB). Figur 3 viser en økning på ca. +0,5 % for en utestående lang obligasjon for Oslo Kommune, rentemarginen økt fra ca. 0,5 % til 1,0 % i forhold til tilsvarende lenge Stat.

Oslo Kommunes obligasjoner har beste AAA-rating som følge av en implisitt garanti mot mislighold fra Staten. Staten har avgitt en garanti at ingen kommune skal kunne gå konkurs, jfr. mitt notat for CapeOmega av 22.11.20. Selv om mislighold av hovedstolen i en kommuneobligasjon ikke er mulig, kan investorene allikevel kunne tape ved en kommunal gjeldskrise. Oppgjøret vil kunne ta tid og i mellomtiden får investorene kun en formell lav rente. Denne potensielle risikoen sammen med relativt dårlig likviditet kan nok forklare at Oslo Kommunes obligasjoner har hatt en kredittmargin i effektiv rente på gjennomsnittlig ca. 1,0 % i hele perioden fra finanskrisen i 2008 til før covid-krisen i mars 2020. Deretter var det et vedvarende fall til ca. 0,5 % frem til årsskiftet 2021/22, som nok skyldtes betydelig interesse fra institusjonelle investorer (uten kapitaldekningskrav). I 2022 kom så en dramatisk marginøkning. Det er nok grunn til å tro at langsiktig kredittmargin vil ligge et sted i intervallet (0,5 % - 1,0 %) i forhold til lang statsobligasjonsrente, selv om kommunen har AAA-rating.

¹ Figur 3 viser et dramatisk avvik mellom amerikansk og norsk 10-års statsrente i perioden 1986-1992. Dette skyldes en avvikende norsk pengepolitikk forårsaket av kronens binding til ulike varianter av det europeiske valutasamarbeidet som kronen forlot med en kraftig devaluering i desember 1992, og vi fikk en (nærmest) flytende valutakurs. Vi ser også noen klare avvik mellom de to statsrentene i figur 1 bl.a. under utgangen i 2002 av dot.com krisen og under finanskrisen 2008+, begge skyldtes en mer forsiktig norsk pengepolitikk, som også preger perioden 2014 – 2020 sammen med effekten av oljeprisfallet.

Prisingen av Oslo Kommunes obligasjoner er relevant ved vurderingen av hvordan investorer vil forholde seg til CapeOmega avkastningsrisiko. Selskapet er tvunget til å finansiere de mer risikable K-investeringene sammen med lavrisiko I-elementet. Det er sannsynligvis svært begrenset risiko-diversifikasjon mellom disse delene, og det er vel snarere grunn til å tro at lavrisiko I-elementet får en risikosmitte fra K-elementet ved vurderingen av separate kredittpremier. Selskapet foretok siste (samlede) låneopptak i 2019, og fikk en rentemargin på 2,0 % i forhold til interbank swaprente, eller ca. 2,5 % regnet i forhold til tilsvarende lang statsrente. Selskapet betalte en etableringskost tilsvarende et årlig tillegg på ca. 0,3 %, dvs. en total effektiv rentemargin kost på ca. 2,8 %. I dagens kredittsituasjon, og i særdeleshet gitt den økte risikoen knyttet til bla. ikke-kompensert skade-avbrudd og vedlikehold, er det nok grunn til å tro at selskapet vil måtte betale en rentemargin på minst lik 3,0 % - 3,5 % ved et nytt låneopptak. Denne marginen bør også reflektere kostnaden ved påkrevde løpende trekkrettigheter for å sikre selskapets evne til å finansiere nødvendige reparasjoner og vedlikehold frem til eventuell bruker- eller forsikringsdekning. Det er grunn til å tro at den økte risikoen ved drift og investeringer vil vedvare fremover.

I min vurdering for OED av 18. oktober 2018 av WACC for regulert gassinfrastruktur benyttet jeg langt lavere kredittmarginer på hhv. 1,6 % for K-elementet og kun 1,0 % for I-elementet. **Basert på min vurdering i dag velger jeg å benytte vesentlig høyere kredittmarginer på 2,5 % og 1,5 % for hhv. K- og I-elementet i mine reviderte estimater nedenfor for førskatt real-WACC. Dette oppfattes å være konservative anslag som reflekterer et kredittmarked i en normalsituasjon.**

(iii) Sær-risiko som ikke er dekket av en systematisk risikopremie for egenkapitalen. Mitt estimat i oktober 2018 for avkastningskravet for drift og investeringer i en regulert gassinfrastruktur er justert for konjunktur, ikke-diversifiserbar avkastningsrisiko, den såkalte betapremien i hht. kapitalverdimodellen. Dette er i samsvar med veletablert teori og praksis for avkastningskrav for næringsvirksomhet. I virksomhet som er inntekstregulert som f.eks. infrastruktur på sokkelen eller el-nettanlegg kan det være relevant også å inkludere et tillegg i egenkapitalkravet som reflekterer ikke-systematisk risiko som f.eks. risiko for skader, avbrudd eller forsinkelser som ikke er fullt ut dekket i tariffen eller i forsikring. En utfordring ved drift og investeringer i regulert virksomhet er det såkalte 'trunkeringsproblemet', at reguleringen fjerner mulige mer-inntekter som følge f.eks. av uventet stort volum, men beskytter ikke mot all risiko for mindre-inntekter. Dette innebærer en assymmetrisk sannsynlighetsfordeling for forretningsmessig avkastning istedenfor en symmetrisk fordeling som kapitalverdimodellen forutsetter, og innebærer at avkastningskravet bør inneholde en risikopremie i tillegg til betapremien. Manglende likviditet i egenkapitalen for et ikke-børsnotert selskap som CapeOmega forsterker behovet for et slik 'særrisiko'-premie i egenkapitalkravet. En slik premie av størrelse 1,5 % er akseptert i f.eks. svensk regulering av gassnettet (Swedegas).

I beregningen nedenfor har jeg benyttet en særrisikopremie på 1,0 % for egenkapitalen. Multiplisert med egenkapitalandelen får vi effekten på etter-skatt WACC-kravet.

3. Reviderte beregninger av før-skatt WACC realkrav

Tabell 1 nedenfor sammenligner mine nye anslag for før-skatt WACC med beregningene i rapporten av oktober 2018 til OED. Her benytter jeg følgende formler fra denne rapporten, men som også inneholder et tillegg for en sær-risikopremie RP i egenkapitalkravet.

$$\text{WACC etter skatt} = [E/(E+G)] \cdot (RF + \beta_E \cdot MP + RP) + [G/(E+G)] \cdot (1-s) \cdot R_G$$

Ved litt omskriving får vi følgende mer kompakte WACC-formel:

$$(1) \quad \text{WACC etter skatt} = RF + \beta_A \cdot MP + RP_A + \gamma$$

som summerer fire ledd: (i) risikofri nominell rente RF (= realrente + nflasjon), (ii) risikotillegg for kapitalens konjunkturelle avkastningsrisiko (= markedspremie for aksjer multiplisert med selskapets forretningsbeta β_A), (iii) sær-risikopremie for kapitalen (= sær-risikopremie for egenkapitalen ganger andelen egenkapital) og (iv) γ -justering for selskapets etter-skatt lånekostnad i forhold til kreditorenes forventede betajusterte avkastning. De tre selskapsspesifikke størrelsene β_A , RP_A og γ -justering er definert ved:

$$\beta_A = [E/(E+G)] \cdot \beta_E + [G/(E+G)] \cdot \beta_G \quad (\text{kapitalvektet snitt av aksje- og gjeldsbeta})$$

$$RP_A = [E/(E+G)] \cdot RP \quad (\text{kapitalvektet sær-risikopremie for investert kapital})$$

$$\gamma = [G/(E+G)] \cdot [(1-s) \cdot R_G - (RF + \beta_G \cdot MP)] \quad (\text{Selskapets marginale nominelle lånerente})$$

Tabell 1. WACC-krav før og etter skatt og realkrav

	Rapport av 18.10.2018		Vurdering pr. november 2022	
	K-element	I-element	K-element	I-element
Realrente		1,00		1,75
Risikofri rente ₁		3,00		4,25
Forretningsrisiko ($\beta_A \cdot MP$)	2,75	1,25	2,75	1,25
Særrisiko-premie egenkapitalen			1,00	1,00
Lånekost-justering (γ)	-0,04	-0,18	0,20	-0,09
WACC ²	5,72	4,07	7,70	5,81
WACC før 20 % skatt ³	7,14	5,09	9,63	7,26
Reell WAAC f.skatt¹	5,14	3,09	7,13	4,76

Parametre:

Forretningsbeta (β_A)	0,55	0,25	0,55	0,25
Gjeldsandel ($g \equiv G / (E+G)$)	0,50	0,60	0,50	0,60
Gjeldsbeta (β_G)	0,15	0,10	0,15	0,10
$EK\text{-beta} = (\beta_A - g \cdot \beta_G) / (1 - g)$	0,95	0,48	0,95	0,48
Kredittpremie ($R_G - RF$) ⁴	1,60	1,00	2,50	1,50
Markedspremie (MP)		5,00		5,00
Inflasjon		2,00		2,50
Selskapsskatt (s)		20 %		20 %

¹ $RF + \beta_A \cdot MP + \gamma$; jf formel (1) og (3).

² WACC etter skatt / (1 - s).

³ Reell = Nominell - Inflasjon (forenklet)

⁴ Rentemargin i forhold til lang Statsrente.

Tabell 2. Sensitivitetsanalyser av før-skatt reelt WACC-krav pr. november 2022

Reell WACC før-skatt K-tariff

20 % selskapskatt

Markeds- premie	K-element			I-element		
	Realrente			Realrente		
	1,25	1,75	2,25	1,25	1,75	2,25
6,0	6,94	7,81	8,69	4,15	5,08	6,00
5,0	6,25	7,13	8,00	3,84	4,76	5,69
4,0	5,56	6,44	7,31	3,53	4,45	5,38

Reell WACC før-skatt

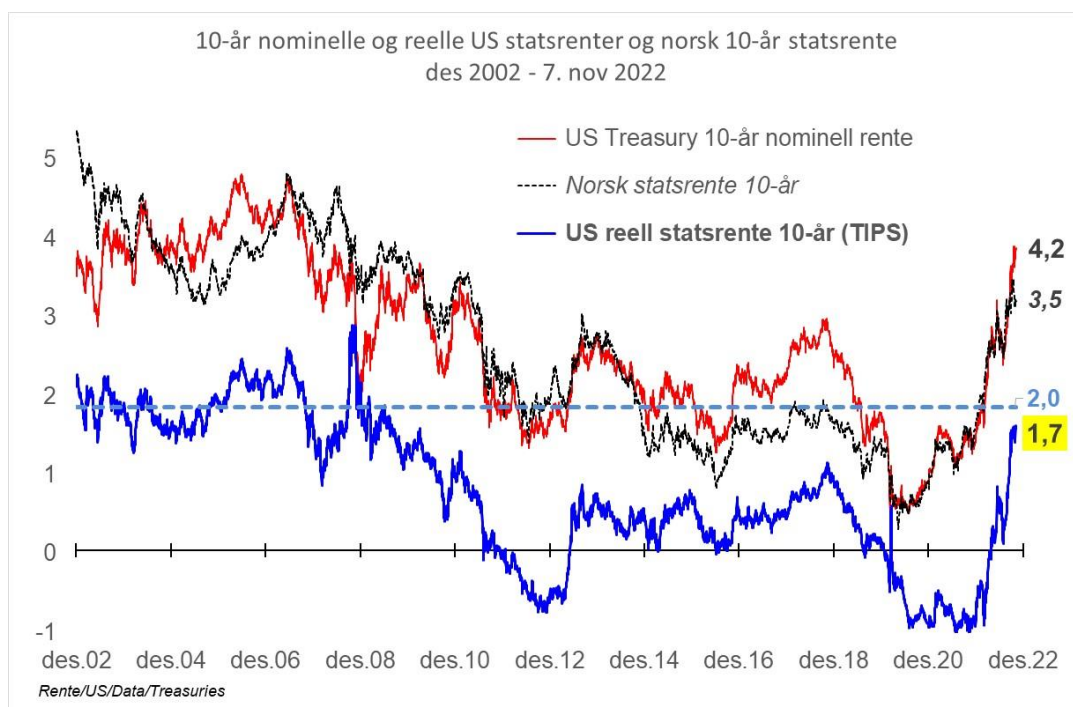
20 % selskapskatt

Kreditt- premie	K-element			I-element		
	Sær-risiko premie			Sær-risiko premie		
	0,75	1,00	1,25	0,75	1,00	1,25
2,8	7,12	7,28	7,43	1,2	4,46	4,58
2,5	6,97	7,13	7,28	1,5	4,64	4,76
2,2	6,82	6,98	7,13	1,8	4,82	4,94

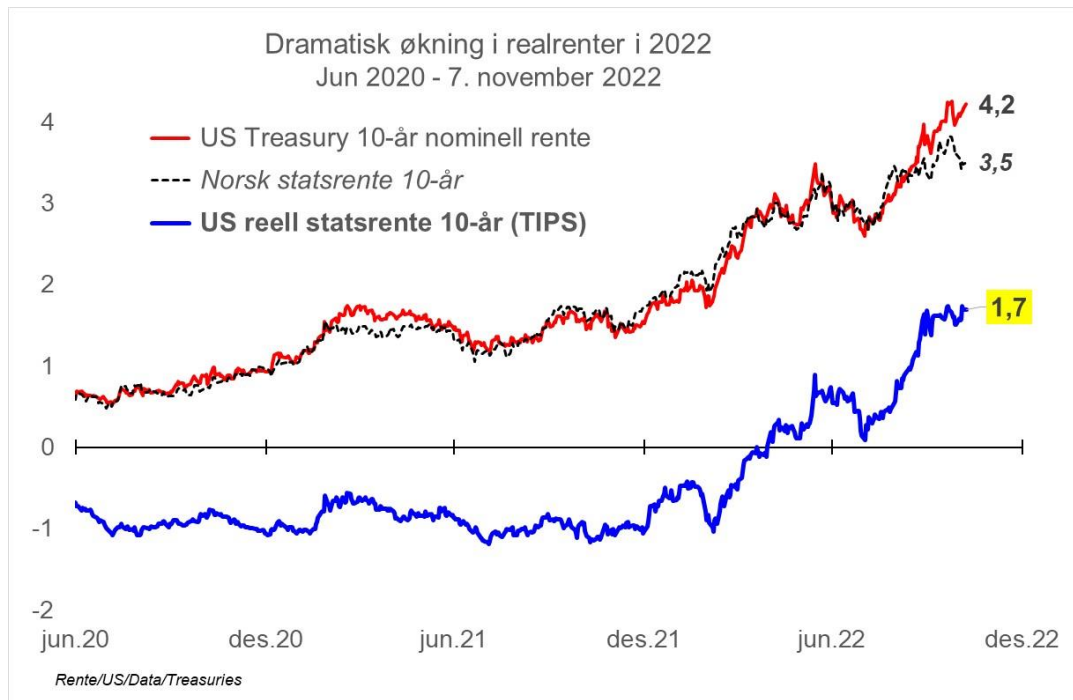
Bergen 11. november 2022

Thore Johnsen

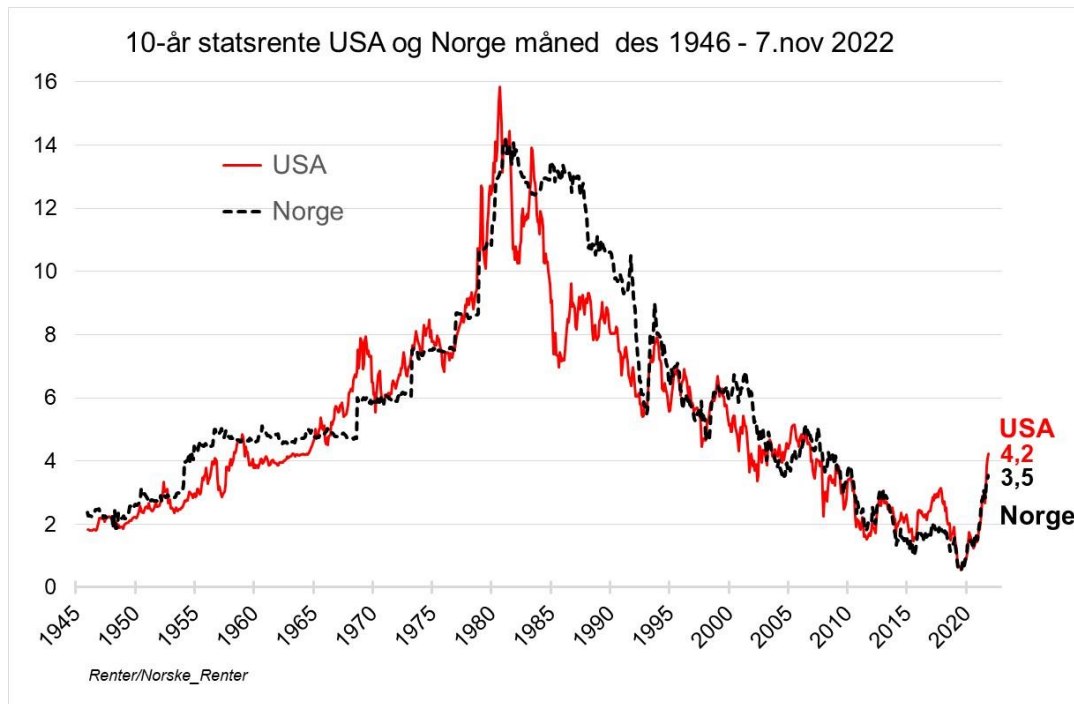
Figur 1. Nominelle og reelle 10-år statsrenter desember 2002 – 7. november 2022



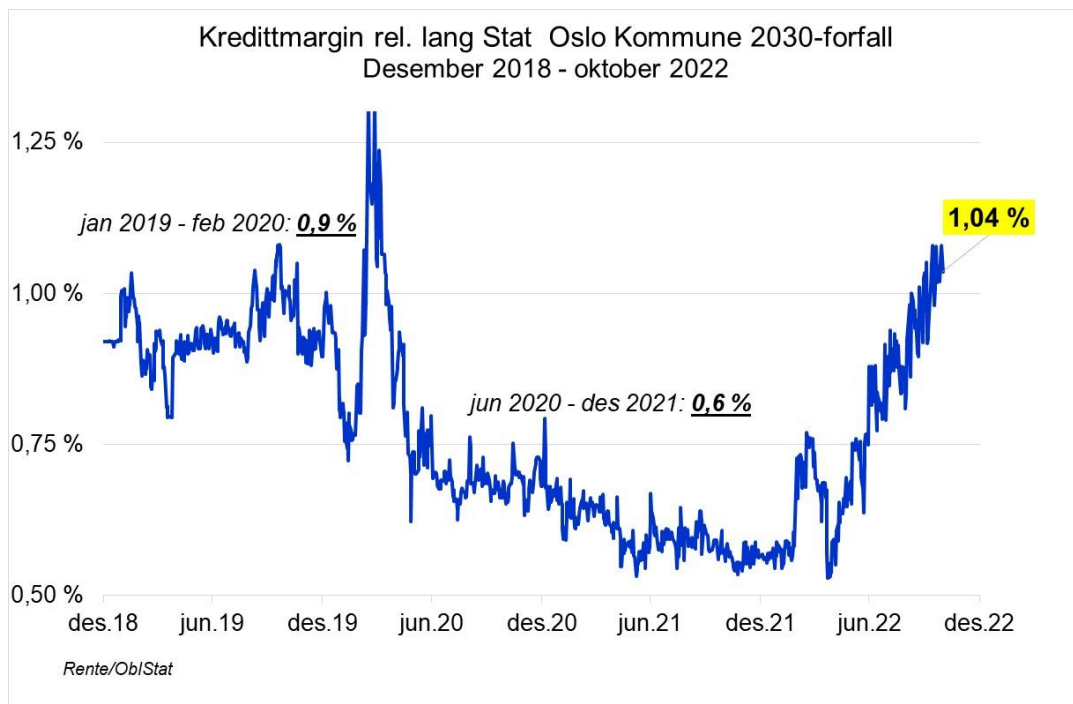
Figur 2. Nominelle og reelle 10-år statsrenter jun.20 – 7. nov.22



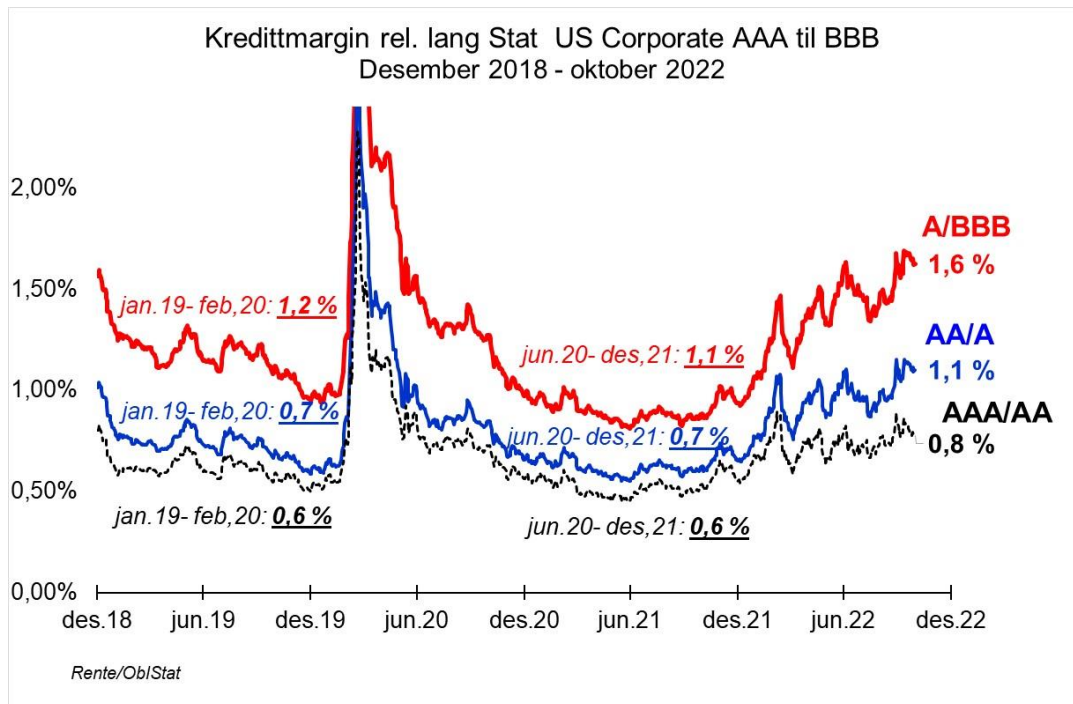
Figur 3. Norsk og amerikansk 10-års statsrente des 1946 – 7.nov 2022



Figur 4. Kredittmargin Oslo Kommune 7 - 10 år obligasjon des.18 – okt.22



Figur 5. Kredittmargin US Investment Grade des.18 – okt.22



Figur 6. Kredittmargin rel. Stat US og Nordic High Yield des.18 – okt.22

