

Til	Energi Norge v/Ingvar Solberg
Fra	THEMA Consulting Group v/Åsmund Jenssen
Dato	10. juni 2011

Kommentarer til LVKs forslag om endring av kapitaliseringsrenten

Landssamanslutning av vasskraftkommunar (LVK) har i brev av 23. mai 2011 foreslått å endre kapitaliseringsrenten ved fjerning av minimums- og maksimumsverdiene for eiendomsskatt på kraftanlegg. I dette notatet kommenterer vi utvalgte punkter i LVKs forslag.

2.1 LVKs forslag til en langsiktig og stabil kapitaliseringsrente

LVK skriver på side 2 at forutsetningen i THEMA's rapport for Energi Norge¹ er at minimums- og maksimumsverdiene oppheves. Vi vil presisere at den nevnte forutsetningen utelukkende er gjort for å beregne provenykonsekvenser, og er ikke en normativ vurdering av spørsmålet om maksimums- og minimumsverdier. Denne presiseringen gjelder også for tilsvarende utsagn på side 4 i LVKs brev.

LVK argumenterer for en risikofri realrente på 2 prosent med referanse til et notat av Bjarne Jensen² og Finansdepartementets veileder i samfunnsøkonomiske analyser.³ Gjølberg og Johnsen (2007) legger til grunn en nominell rente på 5 prosent som grunnlag for avkastningskravet til investeringer i fornybar energi, og påpeker at denne kan tolkes som en kombinasjon av en langsiktig nøytral realrente på 2,5 prosent og Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 prosent. Gjølberg og Johnsen kritiserer i den forbindelse Finansdepartementets veileder for anslaget på 2 prosent: "Man forutsetter [...] at de anbefalte diskonteringsrentene vil endres dersom løpende realrente endres. Dette er uheldig ut fra ønsket om en mest mulig stabil og forutsigbar diskonteringsrente." (Gjølberg og Johnsen, 2007, side 42.) For øvrig viser Norges Banks forskning at en langsiktig nøytral realrente for norsk økonomi ligger i størrelsesorden 2,5-3,5 prosent, altså vesentlig over nivået foreslått av LVK.⁴

LVK hevder på side 3 at det opprinnelige risikotillegget på 4 prosent var for høyt slik at man ikke traff markedsverdiene ved de opprinnelige reglene for eiendomsskatt som ble vedtatt i forbindelse med kraftskattereformen. At man ikke traff markedsverdiene, skyldes imidlertid ikke at diskonteringsrenten var feil, men at historiske kraftpriser var lave sammenlignet med forventede framtidige priser. Det er de forventede framtidige prisene som ligger til grunn for markedsverdiene, og i 1999-2000 var kraftprisene svært lave sammenlignet med hva markedsaktørene forventet (spotpriser på ca. 10 øre/kWh mot forventede framtidige realpriser i størrelsesorden 15-20 øre/kWh).

LVK hevder videre på side 3 at risikotillegget foreslått av Energi Norge og THEMA's rapport er for høyt. Det er riktig at THEMA's rapport ikke inneholder noen grundig egen analyse av risikotillegget. LVK nevner imidlertid ikke at THEMA's rapport i stor grad bygger på en svært omfattende empirisk analyse av Gjølberg og Johnsen, utført for statsforetaket Enova, i tillegg til andre studier. Gjølberg og Johnsens studie er den mest omfattende analysen av avkastningskrav til fornybar kraftproduksjon for norske forhold som vi kjenner til fra de senere årene, og inneholder nettopp en slik analyse som LVK etterlyser. Vi har følgende utdypende kommentarer til størrelsen på risikotillegget slik det framkommer i Gjølberg og Johnsens analyse:

- Det er ikke riktig som LVK hevder at det historisk sett er lagt til grunn en lavere beta for vannkraftanlegg sammenlignet med resten av aksjemarkedet. Dette er i hvert fall ikke noen entydig konklusjon i faglitteraturen og praksis på feltet. Johnsen (1996) bygger for eksempel på at risikoen i Statkraft SF tilsier et avkastningskrav på linje med gjennomsnittlig børsnotert virksomhet, ikke lavere.⁵ Gjølberg og Johnsen påpeker for øvrig også at risikoen i energisektoren har økt over tid.
- LVK nevner heller ikke at et risikopåslag i den størrelsesorden Energi Norge foreslår faktisk reflekterer et lavere nivå enn den gjennomsnittlige risikopremien i aksjemarkedet. Gjølberg og Johnsen opererer med en risikopremie på 5,7 prosent nominelt før skatt for vannkraft, og det bygger på en forretningsbeta på 0,7 som er vesentlig lavere enn gjennomsnittlig børsnotert virksomhet, som de estimerer til 0,85 for det norske aksjemarkedet, 1,09 for det internasjonale. I en oppdatert analyse av Thore Johnsen er forretningsbeta for det

¹ THEMA Consulting Group (2011): *Kapitaliseringsrenten i formuesverdiberegningen*. THEMA-notat 2011-1.

² B. Jensen (2011): *Diskonteringsrenten mv. i beregningsgrunnlaget for eiendomsskatt på vannkraftverk*. Notat datert 21. mars 2011.

³ Finansdepartementet (2005): *Veileder i samfunnsøkonomiske analyser*.

⁴ Bernhardsen, T. og K. Gerdrup (2006): "Den nøytrale realrenten", Penger og Kreditt 4/2006 (årg 34) 208-220. Norges Bank.

⁵ T. Johnsen (1996): *Avkastningskrav ved vurdering av lønnsomheten i statlig eiet forretningsvirksomhet*. Rapport 90/96, Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.

norske aksjemarkedet estimert til 0,8 ved utgangen av 3. kvartal 2009, altså marginalt lavere enn nivået i 2007-studien (tilsvarende tall for internasjonal forretningsbeta var 0,93 i 2009-studien).⁶ Gjølberg og Johnsen (2007) viser eksplisitt til at tidligere antatte nivåer på gjennomsnittlig forretningsbeta i aksjemarkedet på 0,5, som blant annet legges til grunn i Finansdepartementets veileder i samfunnsøkonomiske analyser, er for lave. Årsaken er at selskapenes gjeldsandel er redusert over tid.

Endelig refererer LVK til "virksomhetens langsiktige og sikre investeringsforhold". At vannkraftproduksjon er en langsiktig aktivitet, er utvilsomt, men hva som menes med "sikre investeringsforhold" er svært uklart. Vannkraftproduksjon er gjenstand for svært store svingninger i inntjeningen fra år til år. I tillegg kommer betydelig regulatorisk risiko knyttet til skatteendringer og endringer i konsesjonsvilkår, samt myndighetenes politikk med hensyn til energieffektivisering, støtteordninger til fornybar kraftproduksjon, fjernvarme og bygging av utenlandsforbindelser.

Avslutningsvis i dette avsnittet viser LVK til at gjennomsnittlig kapitaliseringsrente har vært 5,1 prosent fra 2004 til 2010 og at en langsiktig realrente på 2 prosent kombinert med dagens risikopåslag på 3 prosent, gir en kapitaliseringsrente på 5 prosent. Her blander LVK sammen nominelle og reelle størrelser. Risikopåslaget er en nominell størrelse, mens langsiktig realrente åpenbart er reell. Sammenligningen med høyesterettspraksis for skogeiendommer lar seg for øvrig ikke begrunne utelukkende ved virksomhetenes langsiktige perspektiv.

3.1 Ad forslag om endring i kapitaliseringsrenten kombinert med en snevrere korridor

Også i dette avsnittet viser LVK til at THEMA's rapport har som utgangspunkt at "det ikke vil være et ytterligere behov for "stabilitet og forutsigbarhet" gjennom maksimumsverdien. Det må igjen presiseres at THEMA's rapport ikke drøfter behovet for en maksimumsverdi som sådan, men utelukkende dreier seg om riktig nivå på kapitaliseringsrenten og provenyvirkninger dersom maksimumsverdien oppheves under ulike rentemodeller.

3.2 Ad bransjens investeringsutfordringer

Det er riktig som LVK sier at det er krav om selskapsmessig og funksjonelt skille mellom nett og produksjon. Det er imidlertid feil at inntjeningen i produksjon ikke har betydning for investeringsevnen i nettet. Årsaken er at mange nettselskaper er del av konsern som både eier kraftproduksjon og nett, og konsernets samlede finansielle stilling (egenkapitalandel, kontantstrøm osv.) har betydning for lånemulighetene. Svakere inntjening i produksjon kan på den måten få konsekvenser for investeringsevnen.

3.3 Ad eiendomsskatt og investeringsincentiver

LVK sier seg enig i at ikke-lønnsomhetsbaserte fiskale skatteordninger som eiendomsskatt kan ha en negativ effekt på investeringsincentivene, men hevder samtidig at dette kan anføres for enhver skatte- og avgiftsordning og at investeringsincentivene derfor ikke kan benyttes som argument for utformingen av regelverket. Dette er feil. En effektiv utforming av skatte- og avgiftsordninger er faktisk avgjørende for investeringsincentivene. Som Finansdepartementet har påvist i Revidert nasjonalbudsjett 2008 og gjentar i høringsdokumentet, er eiendomsskatten i sin gjeldende utforming vridende eller ikke-nøytral i den forstand at samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter blir bedriftsøkonomisk ulønnsomme. På den måten medfører eiendomsskatten en risiko for samfunnsøkonomiske tap.

Et annet moment er at LVKs omtale av eiendomsskatten som ikke-lønnsomhetsbasert er feil. Formuesverdiregningen, som etter LVKs syn bør legges til grunn for eiendomsskatten, er jo direkte basert på historisk lønnsomhet (siste fem års snitt av salgsinntekter fratrukket driftskostnader og grunnrenteskatt).

Videre er LVK uenig i at maksimumsverdien har en positiv effekt for marginalt lønnsomme prosjekter fordi marginalt lønnsomme prosjekter som oftest ligger under maksimumsverdien. Dette er ikke generelt riktig når vi ser på nye prosjekter. Et anlegg med marginal lønnsomhet har høye utbyggingskostnader (for gitte kraftprisforventninger og avkastningskrav) og derfor også høye skattemessige fradrag og høy grunnrenteskatt. Anta at det marginale prosjektet har en investeringskostnad på 4 kr/kWh – det vil si at nåverdien av forventede framtidige nettoinntekter i markedet er 4 kr/kWh – og at det finnes et annet prosjekt med akkurat samme egenskaper unntatt investeringskostnaden, som er 2 kr/kWh. Det billige prosjektet har opplagt høyest netto nåverdi, men får også vesentlig høyere grunnrenteskatt. Selv om det marginale verket har høyere kostnader til utskifting av driftsmidler, vil effekten av lavere grunnrenteskatt dominere til et godt stykke ut i levetiden. For to verk med null i skattemessig verdi og forskjellig investeringskostnad vil åpenbart forholdet være motsatt. LVK blander sammen effektene av maksimumsverdien for nye og gamle verk samt netto- og bruttoverdi av prosjekter, og deres konklusjon blir derfor feil. For et marginalt vannkraftprosjekt som blir ulønnsomt uten maksimumsverdi, vil en maksimumsverdi alltid gi økt lønnsomhet og styrke investeringsincentivene. I lys av Finansdepartementets vurdering av at eiendomsskatten ikke virker nøytralt, gir maksimumsverdien på denne måten en

⁶ T. Johnsen (2009): *Kapitalkostnad for norske mobilselskaper*. Rapport utarbeidet for Post- og teletilsynet.
2 av 3

samfunnsøkonomisk gevinst ved at marginalt lønnsomme prosjekter samfunnsøkonomisk også blir bedriftsøkonomisk lønnsomme.

Endelig hevdes det i dette avsnittet at en økt kapitaliseringsrente svekker investeringsincentivene og medfører en reduksjon i antall lønnsomme investeringsprosjekter. Dette er en feilslutning både i Jensen (2011) og LVKs brev. Avkastningskravet som en investor har til en investering i ny kraftproduksjon er selvsagt uavhengig av kapitaliseringsrenten for eiendomsskatteformål. Det er neppe noen kraftprodusenter i dag som bruker kapitaliseringsrenten for eiendomsskatt til å vurdere lønnsomheten av nye prosjekter. I denne sammenhengen kan vi også vise til Gjølberg og Johnsens utledning av avkastningskrav til vannkraftproduksjon. Ettersom eiendomsskatten virker negativt på investeringsincentivene, som påpekt av Finansdepartementet selv, må en økt kapitaliseringsrente føre til økt lønnsomhet av alle nye vannkraftprosjekter for et gitt avkastningskrav.