

Oslo, 21.03.2011

Fra Professor Bjarne Jensen

DISKONTERINGSRENTEN MV. I BEREGNINGSGRUNNLAGET FOR EIENDOMSSKATT PÅ VANNKRAFTVERK

1. Problemstilling

Eiendomsskattegrunnlaget for vannkraftverk skal i henhold til eiendomsskatteloven gjenspeile markedsverdiene på kraftanleggene. I praksis er det vanskelig å finne fram til markedsverdiene. Derfor er det i lovs form gitt helt konkrete bestemmelser (skattelovens § 18-5) for hvordan markedsverdien skal beregnes. Litt enkelt sagt består bestemmelsene av regler og takster for å beregne framtidige inntekter og kostnader for kraftverket og den diskonteringsrente som skal brukes. Selve eiendomsskattegrunnlaget framkommer så ved beregning av kraftverkenes nåverdi.

I dette notatet drøftes hvordan diskonteringsrenten bør fastsettes for å komme fram til riktig markedsverdi. Bakgrunn for drøftingen er uttalelser/vurderinger Energi Norge har kommet med i brev til Finansdepartementet av 18.02.2011 og notat mars 2011 "Kapitaliseringsrenten i formuesverdiberegninger" utarbeidet av Thema Consulting Group på oppdrag for Energi Norge.

2. Oppbygging av diskonteringsrenten og betydning for beregnet markedsværdi av vannkraftverk

Diskonteringsrenten eller kalkulasjonsrenten ved beregning av nåverdi for formue og lønnsomhet består vanligvis av to elementer (jf f.eks Finansdepartementets Veileder i samfunnsøkonomske analyser fra 2005 pkt. 5.3 s 34-36):

1. Risikofri realrente
2. Risikopåslag i risikofri rente

I den modell, som skatteloven § 18-5 foreskriver, skal risikofri realrente beregnes ut fra gjennomsnittlig rente for 12 mnd statskasseveksler i de siste tre år korrigert for inflasjon. Risikopåslaget er satt til 3 pst. Dette har gitt en diskonteringsrente for verditaksering av vannkraftverk som svinger sterkt fra år til år. I perioden 2004-2010 var høyeste rente 7,1 pst (2007) og laveste rente 3,3 pst (2010). Gjennomsnittlig diskonteringsrente for perioden 2004-2010 var 5,1 pst.

Gitt at andre forhold i beregningene er uendret så vil markedsverdien bli høyere når diskonteringsrenten synker, mens den reduseres når diskonteringsrenten økes. De svingninger i diskonteringsrenten, som er observert, gir alene store svingninger i beregnet markedsverdi for vannkraftverkene fra år til år. Dette er åpenbart et problem bl.a. fordi det ikke er rimelig å tro at den reelle markedsverdi på vannkraftverkene svinger på denne måten.

En må kunne forvente at den risikofrie realrente i diskonteringsrenten, som investorer vil ha som utgangspunkt for å vurdere markedsverdi av vannkraftverk, er relativt stabil over en så kort periode som 7 år. Det er bruken av renten på 12 mnd statskasseveksler, som utgangspunkt for å beregne risikofri realrente, som i all hovedsak forårsaker svingningene i diskonteringsrenten.

Renten på statskasseveksler påvirkes av en rekke forhold. Den helt dominerende faktor er styringsrenten Norges Bank fastsetter. I perioden 2000 – 2010 har den på det laveste vært satt under 2 pst og på det høyeste 7 pst. Begrunnelsen for disse svingningene er konjunkturpolitikk. Teorien har vært at styringsrenten heves eller settes høyt når det er press i økonomien og inflasjon eller inflasjon forventninger er høye, mens den settes lavt når det er behov for å stimulere økonomien og inflasjon eller inflasjonsforventninger er lave. Mange økonomer har den oppfatning at når inflasjonen er høy så vil renten være høy, mens når inflasjonen er lav så vil også rentene være lave. Dermed kan ”realrenten ” (renten korrigert for inflasjon) forventes å være vesentlig mer stabil enn den nominelle rente.

Sammenhengen mellom renter og inflasjon er imidlertid ikke så enkel. Dessuten vil andre forhold som hensyn til valuttakurs, arbeidsledighet, kapasitetsutnyttelse i økonomien mv. også påvirke renter og rentesetting. Derfor er det ikke rimelig å basere seg på at renten på 12 mnd statskasseveksler korrigert for inflasjon er et godt mål på den risikofrie realrente selv om en bruker gjennomsnittet for de siste tre år.

Finansdepartementet selv opererer med vurderinger av risikofri rente i flere sammenhenger. De grundigste vurderinger, som offentliggjøres, foreligger i Finansdepartementets ”Veileder i samfunnsøkonomiske analyser”. Der konkluderes med følgende om risikofri realrente (side 34 i veilederen): ”Oppdaterte anslag basert bl.a. på dagens markedrenter for norske og internasjonale statspapiere, beregnede terminrenter framover og inflasjonsforventningene i markedet, tilsier bruk av en risikofri realrente på 2 pst. for kalkulasjonsrentemål. Anslaget vil bli revidert av Finansdepartementet dersom markedsutviklingen tyder på betydelige endringer i det langsiktige rentenivå”.

Finansdepartementet har ikke endret på denne risikofrie realrente etter 2005. En må derfor kunne anta at dette er Finansdepartementets offisielle anslag på risikofri realrente.

Formålet med å foreta beregninger av samfunnsøkonomisk lønnsomhet er å lage systemer slik at lønnsomhet i prosjekter kan sammenlignes med hverandre og slik at en foretar investeringer som gir den beste samfunnsøkonomiske lønnsomhet. Ulike prosjekter og virksomhetsområder kan ha ulik risiko. Derfor kan og må risikopåslagene for ulike prosjekter og virksomhetsområder variere. Men den risikofrie basisrenten bør være lik for alle prosjekter og virksomhetsområder om lønnsomhetsberegninger og formuesberegninger basert på nåverdimetoden skal være sammenlignbare. Derfor er det overraskende at Finansdepartementet åpner for så ulike anslag for den risikofrie realrente som det vi ser i skattelovens § 18-5 og i veilederen.

Risikopåslaget i den risikofrie rente er i diskonteringsrenten for beregning av vannkraftverk (Skattelovens §18-5) av Finansdepartementet satt til 3 pst. Før 2001 var risikopåslaget 4 pst.

Dersom Finansdepartementet hadde valgt å basere diskonteringsrenten for beregning av markedsverdien på vannkraftverk på en risikofri realrente på 2 pst og et risikopåslag på 3 pst ville den blitt 5 pst. hvert av årene i perioden 2004-2010. Det er nesten det samme som gjennomsnittlig diskonteringsrente (5,1) som er brukt for disse årene i henhold til skattelovens § 18-5. Forskjellen er at en da ville unngått de store svingningene som dagens modell har medført.

3. Analyse av forslag til ny diskonteringsrente fra Thema Consulting Group

Rapporten fra Thema Consulting Group "Kapitaliseringsrenten i formuesverdiberegninger" (TCG) er utført på oppdrag for organisasjonen for eierne av energiverkene. Eiernes overskudd fra driften av vannkraftverkene økes dersom diskonteringsrenten blir høyere og reduseres når kalkulasjonsrenten blir lavere. Oppdragsgiver for TCGs rapport vil derfor tjene på at diskonteringsrenten økes dersom maksimumstaket på eiendomsskatten oppheves.

TCGs analyse starter med å forklare og presentere modellen for fastsettelse av avkastningskrav. Det er den samme modell og i all hovedsak den samme beskrivelse som er gitt i vedlegg 2 i Veilederen for samfunnsøkonomiske analyser fra Finansdepartementet. Dette er en standard modell som også finnes i

vanlige lærebøker på dette området. Den modell som brukes er derfor anerkjent som et godt utgangspunkt for å vurdere diskonteringsrenten.

De resultater denne modellen gir er avhengig av de verdier som settes på de parametre som inngår i modellen. Det er de som bestemmer den diskonteringsrente som kommer ut av modellen. Modellen kan gi det resultat en ønsker alt etter hvordan parametrene settes. De interessante vurdering er derfor knyttet til de størrelser en velger å sette på parametrene i modellen. Alternative størrelser vil gi alternative diskonteringsrenter.

TCG konkluderer med at diskonteringsrenten som brukes for å beregne markedsverdien av vannkraftverk i dag er for lav. De konkluderer med følgende i forhold til dagens renter:

1. Risikofri rente settes til 2,4/2,5 pst før skatt (nominell risikofri rente på 5 pst og inflasjonsanslag på 2,5 pst). Det er ca. 0,5 pst høyere enn den risikofrie rente som dagens modell har gitt som gjennomsnitt for perioden 2004-2010 og den risikofrie realrenten Finansdepartementet baserer seg på i sin Veileder for samfunnsøkonomiske analyser.
2. Risikopåslaget bør i henhold til TCGs vurderinger settes til 5-5,5 pst. Det er 2-2,5 pst høyere enn risikopåslaget i dagens modell som er på 3 pst. Utredningen synes å konkludere med et risikopåslag på 5,2 pst
3. Samlet vil diskonteringsrenten etter TCGs vurderinger økes fra et gjennomsnitt på 5,1 pst for perioden 2004-2010 etter dagens modell til 7,7 pst i 2011. Den diskonteringsrente dagens modell vil gi i 2011 er på 4,7 pst. I forhold til den vil TCGs beregniger øke diskonteringsrenten med 3 pst til 7,7 pst.
4. Etter dagens modell for diskonteringsrente vil markedsverdiene på vannkraftanleggene bli 475 mrd kroner (beregninger gjort TCGs rapport) og eiendomsskatten utgjøre 3,3 milliarder kroner. Etter TCGs anbefalinger om diskonteringsrente vil markedsverdien på vannkraftanleggene bli 286 milliarder kroner og eiendomsskatten utgjøre 2,0 milliarder kroner,

De parametre som er avgjørende for den diskonteringsrente TCG har kommet fram til er:

- Anslag på risikofri rente (Høyere anslag gir høyere diskonteringsrente)

- Egenkapitalandelen i vannkraftverkene (Høyere egenkapitalandel gir høyere diskonteringsrente)
- Systematisk avkastningsrisiko for egenkapitalen (Høyere risiko gir høyere diskonteringsrente)
- Avkastning i aksjemarkedet (høyere avkastningskrav gir høyere diskonteringsrente)
- Renterisikopåslaget – uttrykkes ved det påslag låntakere krever i forhold til swaprenten for å låne penger til en virksomhet (dess høyere påslag dess høyere blir diskonteringsrenten)

Det kan være grunn til å stille kritisk spørsmål til TCGs vurderinger i forhold til risikopåslag til flere av disse forhold. For det første gjelder det risikofri rente som gir høyere tall enn det dagens modell har gitt og som også er høyere enn den risikofrie realrente Finansdepartementets angir i veilederen for samfunnsøkonomiske analyser.

Dessuten bruker TCG i sin modell et anslag på egenkapitalandelen på 70 pst. I henhold til analyser utført av Pareto (Pareto Securities –Avkastning og soliditet i kraftbransjen 2009 – August 2010) virker dette høyt. I Paretos analyser er bokført egenkapitalandel ca. 41 pst som gjennomsnitt for norske selskaper i kraftbransjen, mens de estimerer reell egenkapitalandel til mellom 61 og 62 pst som gjennomsnitt. Lavere egenkapitalandel vil gi lavere risikopåslag.

Det tredje forhold er at de baserer seg på en risiko i forhold til resten av aksjemarkedet - beta - som gjennomsnitt for aksjemarkedet. Det vanlige har vært å regne med at betaen for vannkraftverkene er lavere enn gjennomsnittet for børsnoterte selskaper. TCGs legger derfor i sine beregninger av risikopåslag til grunn en ren skjønsmessig vurdering om at betaen skal settes noe høyere enn i tidligere anslag.

Det som er mest utslagsgivende for det økte risikopåslaget, som TCG anbefaler, er at de synes å legge til grunn høyere avkastning i aksjemarkedet enn det som dagens modell synes å basere seg på.

I vedlegg 1 til dette notatet er TCGs analyse vurdert nærmere. Teknisk sett er det en grei analyse. Valg av parametre for risikofri rente og analysene av parametrene som genererer risikopåslaget er skjønnspreget. TCGs analyse er derfor ikke en ren faglig analyse. Skjønnnet er brukt slik at modellen gir en høyere diskonteringsrente enn den dagens modell gir. Skjønnnet synes å være preget av at oppdragsgiver for analysen; EnergiNorge, har økonomisk interesse og fordeler av en høyere diskonteringsrente.

4. EnergiNorges vurderinger av eiendomsskatt knyttet til vannkraftverk.

EnergiNorge har i brev av 18.02 2011 til Finansdepartementet vurdert systemet for eiendomsskatt på vannkraftverk. Hovedutgangspunkt for deres vurdering synes å være at bransjen generelt har store investeringsutfordringer. For å kunne gjennomføre disse investeringer er det viktig at bransjen sikres høye nok overskudd slik at de har økonomisk evne til å gjennomføre investeringene. De er derfor sterkt imot å øke eiendomsskatten på vannkraftverkene. Det vil redusere energiselskapenes overskudd og føre til en overføring av inntekter fra eierne av vannkraftverkene til vertskommunene. De ønsker derfor primært å beholde dagens maksimums – og minimumsregler for eiendomsskatt. Dessuten foreslår de at risikopåslaget i risikofri realrente må økes til 5 pst. Det vil i tilfelle øke diskonteringsrenten og redusere beregnet markedsverdi av vannkraftverkene. De har også flere andre forslag/ønsker som ikke skal kommenteres her.

Grunnlaget for eiendomsskatten er at den skal baseres på vannkraftverkernes markedsverdi. EnergiNorges hovedargument for at eiendomsskatten skal holdes på et lavere nivå - at det gir energiverkene større overskudd - må være helt irrelevant for eiendomsskatteproblematikken slik dagens lovverk for eiendomsskatt er utformet. Dersom bedriftenes overskudd skal være basis for eiendomsskatten og ikke formuesverdiene på eiendommene så argumenteres det i realiteten for innføring av et helt annet regime for eiendomsskatten.

EnergiNorges ønske om økt diskonteringsrente

Energi Norge argumenterer også for at diskonteringsrenten for fastsetting av markedsverdi skal økes. Da vil markedsverdien på vannkraftverkene reduseres og eiendomsskatten bli lavere. Da er det grunn til å minne om at den samme diskonteringsrenten bør legges til grunn for å vurdere hvilke investeringsprosjekter som er økonomisk lønnsomme å gjennomføre. Økt diskonteringsrente vil gi færre lønnsomme prosjekter. En vil da prinsipielt få den litt paradoksale situasjon at økt diskonteringsrente for beregning av formuesverdiene øker energiverkenes overskudd. Samtidig vil den økte diskonteringsrente føre til at antall lønnsomme investeringsprosjekter i kraftsektoren blir redusert. Det kan derfor virke noe selvmotsigende å argumentere for økt diskonteringsrente for å gi energiverkene større overskudd for å finansiere nye investeringer i energisektorene. Den samme økte diskonteringsrenten skal i prinsippet samtidig redusere antall lønnsomme prosjekter å investere i.

Minimums- og maksimumsverdier for eiendomsskatt

Begrunnelsene for å innføre minimumsverdier og senere maksimumsverdier for eiendomsskatt var ulike. Da minimumsskatten ble innført skyldes det primært at prisene på energi i beregningsgrunnlaget var redusert, og det var åpenbart ikke sammenheng mellom de markedsverdiene på vannkraftverkene som beregningsmodellen etter § 18-5 genererte og markedets vurdering av formuesverdiene i vannkraftverkene. Det skyldes i hovedsak at de lave kraftpriser i perioden 1997 til 2000 ikke gjenspeilte investorenes prisforventninger for årene framover. Det har da også prisutviklingen på elektrisk kraft senere bekreftet. I stedet for innføring av minimumsgrenser for eiendomsskatten på vannkraftverkene kunne problemstillingen, som utløste minimumsgrensene for eiendomsskatt, vært løst ved at det ble satt minimumspriser på elektrisk kraft i beregningsmodellen. Dette framkommer for øvrig i Ot.prp. nr 47 1999-2000 pkt 2.5.3.4. Regjeringens valg av minimumsgrense for eiendomsskatten er begrunnet med at det var "tungtveiende grunner for å basere formuesverdiene på observerte priser".

Begrunnelsen for å innføre maksimumsgrenser for eiendomsskatten på vannkraftverkene i 2003 er ikke, på samme måte som minimumsgrensene, begrunnet i markedsverdivurderinger av formuesverdiene i vannkraftverkene.

I stedet er begrunnelsen: "For å oppnå større grad av symetri foreslår regjeringen å innføre en maksimumsverdi på 2,5 kroner pr KWH" Det tilføyes også som begrunnelse at da får kraftforetakene i perioder med høy lønnsomhet igjen det de taper i perioder med lav lønnsomhet. Her er det åpenbart ikke vurderinger av hva som gjenspeiler vannkraftverkernes markedsverdi som er begrunnelsen for å sette en maksimumsgrense, men en diffus vurdering av symetri og tilbakebetaling av for høy eiendomsskatt i perioder med lav lønnsomhet. Derfor er det vanskelig å forstå at innføring av maksimumsverdi for eiendomsskatten for vannkraftverkene er i samsvar med den grunnleggende bestemmelse i eiendomsskatteloven; at eiendomsskatten skal beregnes med utgangspunkt i vannkraftverkernes markedsverdi.

5. Konklusjoner

1. Vår konklusjon er at det er uheldig å bruke gjennomsnittet for 12 md statskasseveksler de siste tre år korrigert for inflasjon som risikofri rente i diskonteringsrenten. Det gir for store årlige svingninger i diskonteringsrenten. Det gir igjen svingninger i kraftverkernes beregnede markedsverdier som ikke gjenspeiler reelle endringer i markedsverdiene. Den vurdering/beregning som ligger til grunn for fastsettelse av risikofri realrente i Finansdepartementets

veileder i samfunnsøkonomiske analyser synes å være et godt utgangspunkt for å fastsette risikofri realrente også i diskonteringsrenten for beregning av markedsverdien for vannkraftanlegg.

2. Det kan være grunnlag for å foreta en ny vurdering av hvor stort risikopåslag på risikofri rente som skal gjøres for å komme fram til diskonteringsrenten. Dagens risikopåslag på 3 pst har stått fast siden 2001 og det har etter det skjedd betydelige endringer både i finans- og aksjemarkeder. TCGs vurderinger av nye risikopåslag synes imidlertid å være påvirket av at deres oppdragsgiver har fordel av at diskonteringsrenten høynes. Det kreves derfor en mer nøytral analyse av de faktorer som påvirker risikopåslaget enn det TCG har utført før det kan trekkes nye konklusjoner på dette området.

3. Under alle omstendigheter vil valg av beregningsmetode for risikofri rente og risikopåslaget være preget av skjønnsmessige vurderinger. Det er derfor ikke mulig å komme fram til en "objektiv" diskonteringsrente. Ved en revurdering av diskonteringsrenten for verdiberegning av vannkraftverk, som grunnlag for eiendomsskatten, bør en imidlertid som et minimum sørge for at den renten som velges og de reglene som brukes er konsistente i forhold til lignende renter brukt i andre sammenhenger.

4. For å sikre stabilitet i diskonteringsrenten for beregning av markedsverdien av vannkraftverk ville det være bedre at Finansdepartementet fastsetter risikofri realrente og risikopåslaget direkte med utgangspunkt i vurderinger av grunnleggende markedsforhold. Det har de i realiteten gjort både for risikofri realrente i sin veileder for samfunnsøkonomiske analyser og for risikopåslaget i beregningsmetoden for diskonteringsrenten for vannkraftverk i skattelovens §18- 5. Slik disse er fastsatt i dag - 2 pst i risikofri realrente og 3 pst i risikopåslag – ville vi da fått en stabil diskonteringsrente på 5 pst.

Kilder:

Finansdepartementet 2005 "Veileder i samfunnsøkonomiske analyser
Thema Consulting Group 2011 "Kapitaliseringsrenten i
formuesverdiberegninger"

EnergiNorge 2011 "Eiendomsskatt – maksimums- og minimumsreglene"
Skatteloven "Verdsettelsesreglene § 18-5" med tilhørende proposisjoner.
Eiendomsskatteloven