

## Kostnader ved eierskapet i Norne Gass rørledning

CapeOmega har meg anmodet om en vurdering av Olje og Energidepartementets nylige forslag til endrede tariffregler for forlenget drift og eierskap av gassrørledningene Norne og Haltenpipe i Nordsjøen. Ledningene har nådd tidsgrensen for sine driftstillatelse, og Staten har derfor rett til vederlagsfri overtagelse. Departementet foreslår en 8 års forlengelse av driftstillatelsen og eierskapet, etter søknad, men med en sterkt redusert dekning av eierkostnader i inntektstariffen. Forutgående tariffinntekter har allerede tjent inn opprinnelig investeringsutgift pluss gitt maks tillatt 7 % internrente. Departementet foreslår derfor at tariffen (O) økes med en svært begrenset årlig eierkostnad, i det vesentlige til dekning av administrasjons og eventuelle forsikringskostnader. For Norne rørledning foreslås en årlig belastning på kun NOK<sub>2002</sub> 1,5 mill i tariffen.

Jeg mener departementets forslag overser to eierrelaterte kostnader i tillegg til administrasjon og forsikring, nemlig

- (i) En rimelig risikojustert avkastning på nødvendig kapitalbinding i selskapet for sikre fortsatt drift, hensyntatt en eventuell merkostnad knyttet til krav om ekstra kapitalisering (EK) fra departementet og brukerne.
- (ii) En implisitt kostnad knyttet til fremtidig risiko for forsinket eller manglende oppgjør fra brukerne eller en forsikring for reparasjoner og skader under driftsperioden og for eventuelle fjerningskostnader ved utløpet av driftsperioden.

Etter tillatelsens utløp har den opprinnelige investeringen ingen relevans for tariffens størrelse. Kostnader og risiko knyttet til eiernes nødvendige kapitalinnskudd fra 2021 er derimot høyst relevant for nødvendig tariff. Jeg har tidligere vurdert anslått en rimelig WACC før skatt på tariffens I-elementet til ca. 3 % reelt før ordinær selskapsskatt eller ca. 5 % nominelt («Avkastningsnivå ved fastsettelse av tariffelementer for nye investeringer i regulert gassinfrastruktur»; rapport til OeD, okt. 2018). Dette kravet inkluderer et systematisk risikotillegg på kun ca. 1 % (forretningsbeta 0,25).

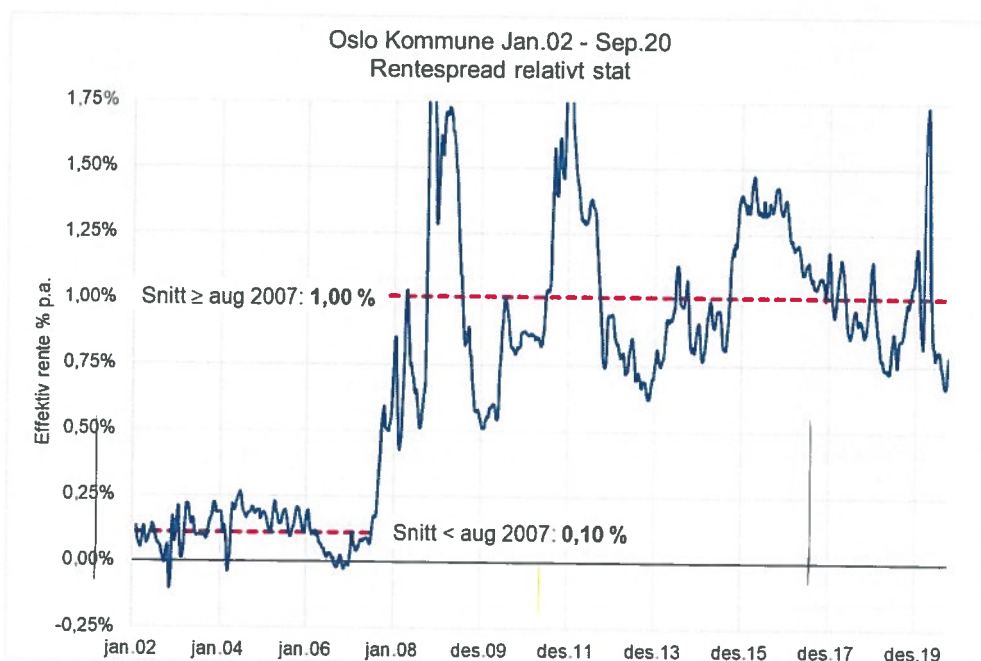
Kravet er videre beregnet ut fra 60 % gjeldsandel med kredittspread 1 % relativt lang statsrente, dvs. tilsvarende historisk AA-premie. Det kan være grunn til å tro at departementet og brukerne vil kreve en lavere gjeldsandel og tilsvarende høyere egenkapitalandel for å sikre løpende drift. Dette vil ikke endre beregnet WACC i henhold til etablert akademisk teori (Miller & Modigliani), men det er grunn til å tro at en tvunget høyere EK-kapitalisering bør

kompenseres med en noe høyere WACC, f.eks. +0,25 %. Jfr. bankenes vedvarende krav om lav EK-andel og påstander om prohibitiv effektiv kostnad ved bruk av mer egenkapital.

VAK-kravet på innskutt egenkapital tar ikke høyde for mulige kostnader knyttet til skader og reparasjoner på røranlegget som ikke er fullt ut dekket i tariff eller i eventuell forsikring. Her kan vi også ta med kostnader knyttet til fremtidig eventuell fjerning av anlegget som ikke er dekket av tredje-part eller forsikring som er inkludert i tariffen. Med kostnader tenker jeg her mulighet for forsinket eller manglende kostnadsdekning fra andre parter, inkludert andre eiere ved felles ansvar.

For å illustrere hva dette kan koste kan vi se prisingen av kommuneobligasjoner i det norske markedet. Staten har avgitt garanti for at ingen kommune skal kunne gå konkurs. Det betyr at det ikke er noen mulighet for mislighold av hovedstolen i en kommuneobligasjon, men investorene vil allikevel kunne tape ved en kommunal gjeldskrise. Oppgjøret vil kunne ta tid og i mellomtiden får investorene kun en formell lav rente.

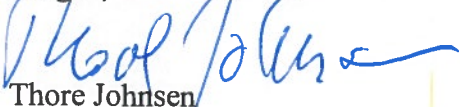
Selv om sannsynligheten for en kommunal gjeldskrise er svært liten og investortapene er begrensede gitt en slik krise, handler kommuneobligasjoner allikevel nå med en betydelig rabatt i forhold til statspapirer med tilsvarende lengde, dvs. er priset til en høyere effektiv rente.



Figuren viser at Oslo Kommunes utestående obligasjoner siden august 2007 har vært priset til gjennomsnittlig 1 prosentpoeng høyere effektiv rente enn stat.<sup>1</sup> Dette representerer en ekstrem merkostnad for kommunen, og det selv om obligasjonene har AAA-rating (pga. statens garanti). Årsaken er en kombinasjon av forventet misligholdstap – selv om den er liten – og tilhørende dårligere markedslikviditet. Gjennomsnittlig rentepremie var kun 0,1% før august 2007 og forskjellen skyldes endring i kapitaldekningskravet til banker og forsikringselskaper, slik at kommuneobligasjoner måtte risikovektes med 20 % av verdien, mot null vektning før (som statspapirer). For disse institusjonelle investorene var kommuneobligasjoner spesielt populære i forhold til stat før endringen (høyere rente men null krav til egenkapitaldekning) men er langt mindre populære til tross for en langt større rentepremie. En fornuftig popularitetsjustert rentepremie ligger nok derfor et sted mellom 0,1% og 1,0%, f.eks. 0,5%. Uansett er dette egentlig en formidabel mer-rente gitt den svært lave sannsynligheten for kapitaltap og dette tapet er i så fall begrenset til rentetap.

Relevansen for vurderingen av eierkostnaden ved et rørledningssystem som Norge bør være åpenbar. Sannsynligheten for tap knyttet til skader, reparasjoner og eventuell fjerning av anlegget kan være lav, og det samme gjelder normalt tapets størrelse, hvis og når det oppstår, men tapet kan i spesielle tilfeller bli svært stort. Allikevel er det grunn til å tro at investorene må kompenseres med en ikke ubetydelig meravkastning gitt denne risikoen, f.eks. av størrelsesorden 0,5 %, som vi observerer i rentemarkedet. Her er det verdt å merke seg at tapet må regnes i kroner i forhold til anleggets investeringskostnad, siden dette gjelder verdien av potensielle skader, reparasjoner og eventuelle fjerningskostnader. Videre må jeg presisere at dette er en kompensasjon for forventede tap, i tillegg kommer eventuelt tilhørende kompensasjon for denne vanskelig diversifiserbare idiosynkratiske risikoen. Endelig er det viktig å presisere at likviditetskompensasjonen i rentemarkedets kredittpremie er vel så relevant for investorene i et røranlegg, som i enda større grad er innelåst i en eierposisjon,

Bergen, 22. oktober 2020



Thore Johnsen

Professor emeritus, NHH.

---

<sup>1</sup> Jeg har justert observerte rentespreader som pr. markedskonvensjon er målt relativt til 3mndr NIBOR for løpende forskjell mellom NIBOR og effektiv rente på 3 mndr statskasseveksler. Markedskonvensjonen må forutsette at dette er obligasjonene med flytende rente.