

Forrentning af netvirksoverledelses frem adrettede investeringer (WACC)

Folketingets Energi-, Forsynings- og Klimaudvalg

14. juni 2016



WACC-
ekspertgruppen

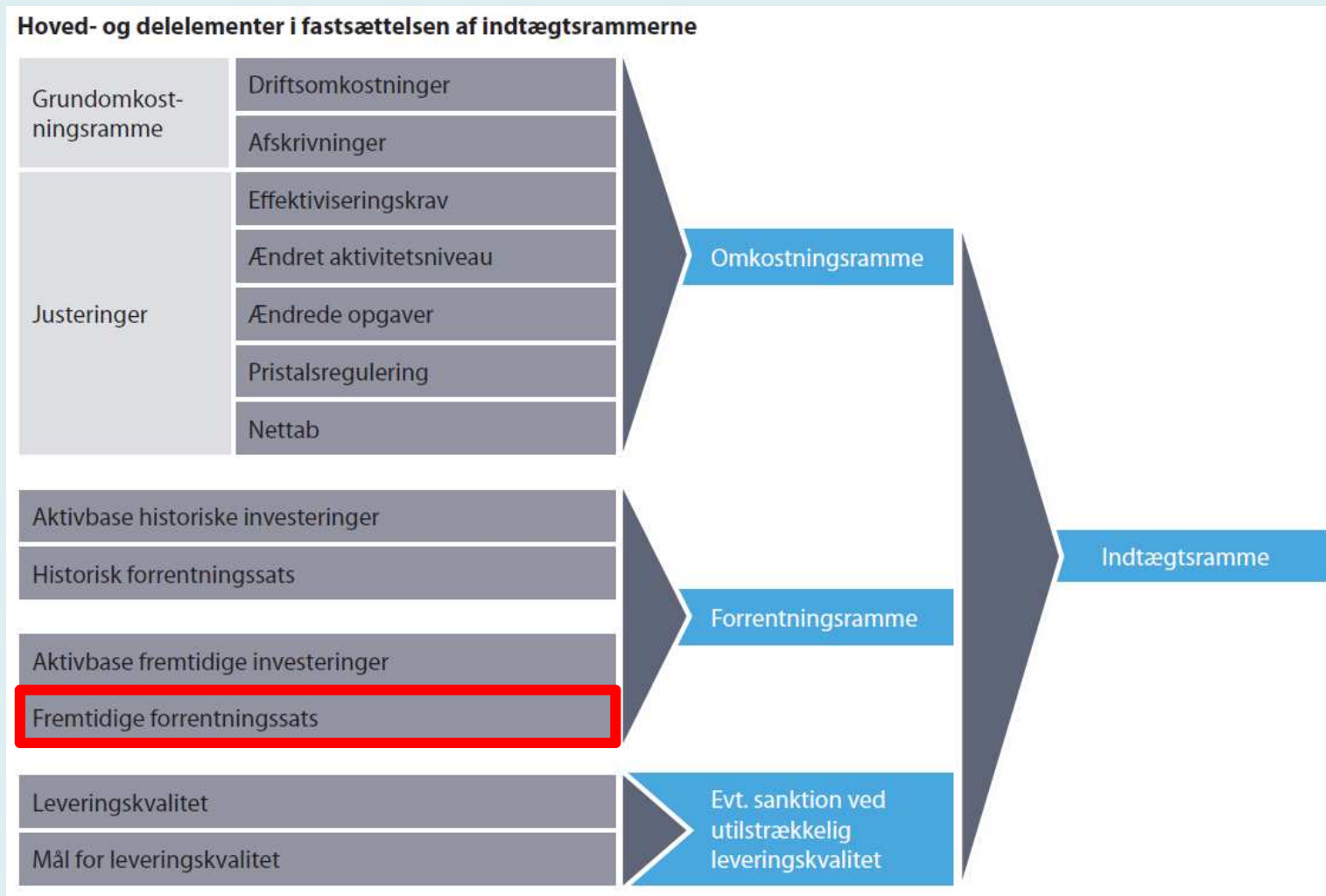
WACC-ekspertgruppens opgave og formål

- Udarbejde en indstilling til fastsættelse af forrentningen af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer med udgangspunkt i en WACC beregnet for en gennemsnitlig netvirksomhed.
- WACC'en skal give et markedsorienteret afkast, dvs. et rimeligt, systematisk risikorelateret afkast, svarende til risikoen ved at drive en reguleret monopolvirksomhed ved effektiv drift i Danmark.
- WACC (Weighted Average Cost of Capital) er den forrentning, der gives til kapitalbasen og dækker hermed aflønning af både fremmedkapital og egenkapital.

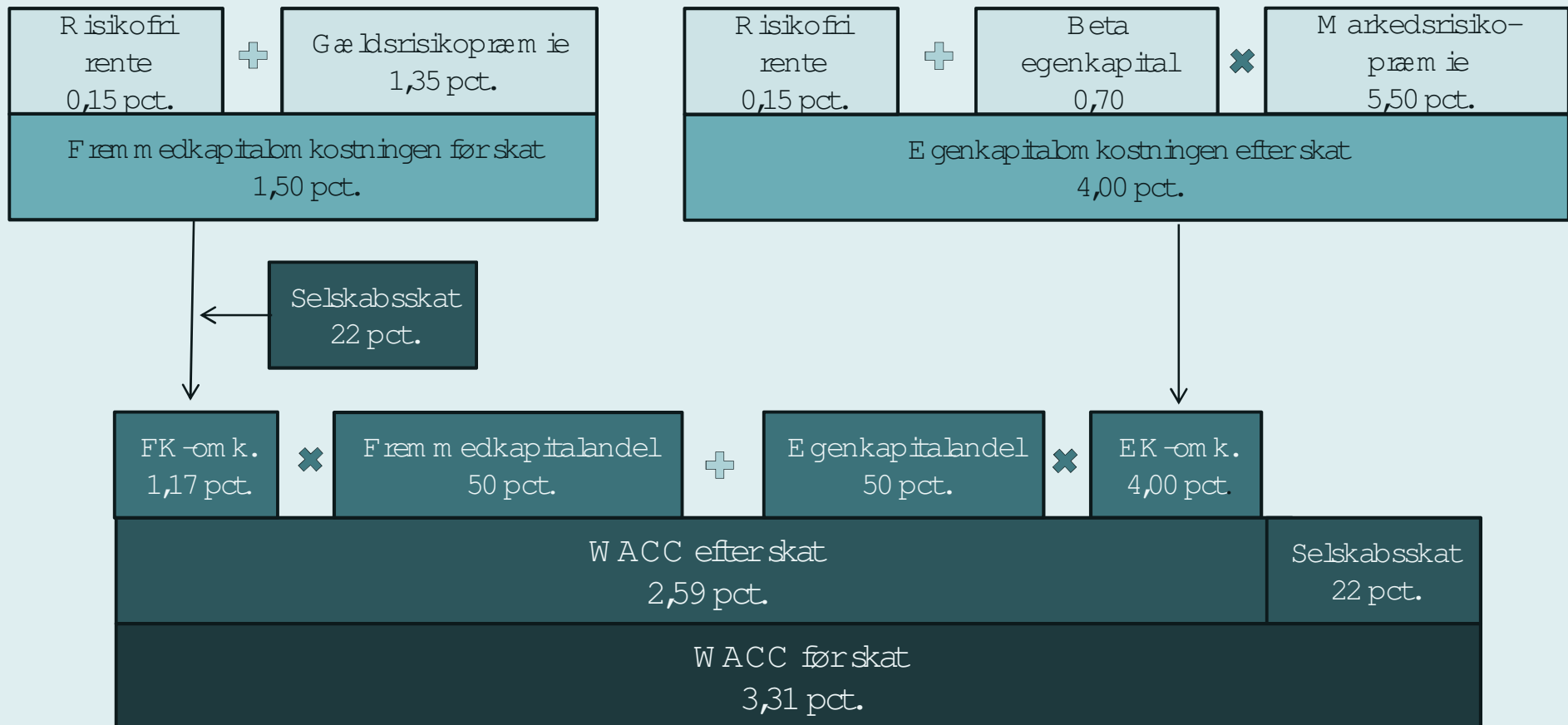
WACC-ekspertgruppens sammensætning

Formand	Søren Bjerre-Nielsen, bestyrelsesformand for bl.a. Nationalbanken, tidligere formand for E-løbereguleringsudvalget
Næstformand	Birgitte Sloth, professor og prodekan, ph.d., Københavns Universitet og suppleant i Energitilsynet
Ekspert	Ken L. Bechmann, professor, ph.d., Institut for Finansiering, CBS
Ekspert	Ib Hansen, særlig rådgiver, kapitalmarkedsafdelingen, Nationalbanken
Ekspert	Claus Parum, lektor, ph.d., Institut for Finansiering, CBS
Ekspert	Ulrik Dan Weuder, underdirektør for infrastruktur, skov, klima og social ansvarlighed, ATP

WACC'ens kontekst



WACC'ens opbygning
– og ekspertgruppens anbefalede parameterværdier



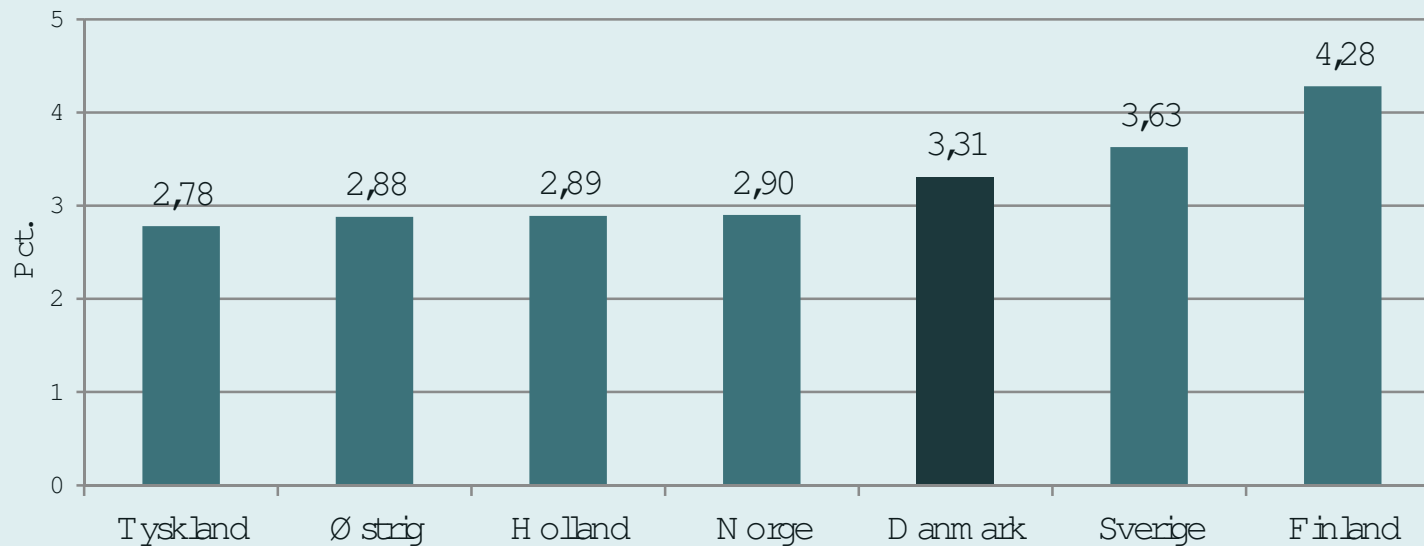
Fastsættelse af WACC hos udvalgte europæiske elregulatorer

	D anm ark (forslag)	N orge	Sverige	F inland	T yskland	Ø strig	H olland
Fastsættelsesdato	2016	2014	Apr. 2015	Feb. 2015	O kt. 2011	N ov. 2013	M ar. 2013
Den risikofrie rente (pct.)	0,15	4,68	2,80	2,85	3,80	3,25	2,50
Beta aktiv	0,35	0,35	0,39	0,54	0,37	0,325	0,35
Beta egenkapital	0,70	0,88	0,72	0,83	0,79	0,69	0,61
Markedsrisikopræmien (pct.)	5,50	5,00	5,80	5,00	4,55	5,00	5,00
Gearing (pct.)	50	60	52	40	–	60	50
Gældsrisikopræmie (pct.)	1,35	0,56	1,73	1,40	–	1,45	1,35
Nominelle WACC (før skat)	3,31	6,62	6,65	7,39	6,09	6,42	5,63

Hvorfor adskiller den anbefalede WACC sig fra udlandet?

- Den risiko frie rente adskiller sig væsentligt fra udlandet.
- De øvrige parametre og fastsættelsesmetoder adskiller sig ikke væsentligt fra udlandet.

Udvagte europæiske elregulatorers WACC med dansk risiko fri rente på 0,15 pct.:



Fastsættelse af den risikofrie rente (I)

a) Valg af estimationsperiode

- 3 måneders gennemsnit af den aktuelle statsobligationsrente anbefales
 - Afspjeler den aktuelle markedssituation og investorenes aktuelle afkastkrav til en risikofri investering

Anvendes et 10-års historisk gennemsnit øges dansk WACC aktuelt med 2,38 pct.point. til 5,69 pct. pga. de seneste 10 års rentefald.

b) Valg af løbetid

- Nullkuponrente baseret på 5-årige danske statsobligationer anbefales
 - "Periode matching" – 5-årige reguleringsperiode & Løbetid 5 år
 - Overkompensation ved anvendelse af en længere løbetid

Anvendes en 10-årig statsobligationsrente øges WACC'en med 0,86 pct.-point. til 4,17 pct.

Fastsættelse af den risikofrie rente (II)

c) Fastsættelsestidspunktet

- Faldende statsobligationsrenter betyder, at fastsættelsestidspunktet påvirker resultaterne.

Anvendes data fra 2011 øges WACC'en med 2,19 pct.point.

Anvendes data fra 2013 øges WACC'en med 0,73 pct.point.

d) Forskelle i renteniveauet på statsobligationer i udlandet og Danmark

- 5-årig statsobligationsrente er 0,1-1,2 pct.point lavere i Danmark end i de udvalgte europæiske lande. Gælder dog ikke Tyskland, hvor renteforskellen til Danmark er under 0,1 pct.point.
- Renteforskellens størrelse afhænger af, hvilket land der sammenlignes med, og om der anvendes 3 måneders, 5- eller 10-års gennemsnit

Overvejelser om justeringer i lyset af den lave risikofrie rente

1. Anvendelse af en historisk rentesats fastlagt ved et gennemsnit af den risikofrie rente over en længere estimationsperiode, jf. nedenstående figur
2. Subjektivt fastsat tillæg til den risikofrie rente
3. Hyppig justering af den risikofrie rente



M indretalsudtalelse

- Ekspertgruppen medlem Ken L. Bechmann har afgivet en m indretalsudtalelse:

"Jeg finder, at den fastlagte WACC er for lav i forhold til de aktuelle markedsforhold og dermed ikke udgør et "markedsbaseret, systematisk risikoujusteret afkastkrav". Konkret finder jeg, at der i fastlæggelsen af markedsrisikopræmie og dermed i beregningen af egenkapitalomkostningen ikke er taget tilstrækkeligt hensyn til konsekvenserne af de lave risikofri renter."

- Resten af ekspertgruppens vurdering:
 - Den anbefalede markedsrisikopræmie og beregnede WACC vurderes at give netvirkningshederne et markedsbaseret, systematisk risikoujusteret afkastkrav. Der er i den anbefalede markedsrisikopræmie og WACC taget højde for betydningen af det lave renteniveau.

Forhøjelser for lav WACC

For høj WACC

Kan give
overinvesteringer og et
samfundsøkonomisk tab

For høje priser for
forbrugere og
virksomheder

Forøgelse af
markedsværdi af
netvirksomheder

Mindre incitament til
effektiviseringer?



For lav WACC

Kan give
underinvesteringer og et
samfundsøkonomisk tab

For lave priser for
forbrugere og
virksomheder

Reduktion af
markedsværdi af
netvirksomheder

Større incitament til
effektiviseringer?

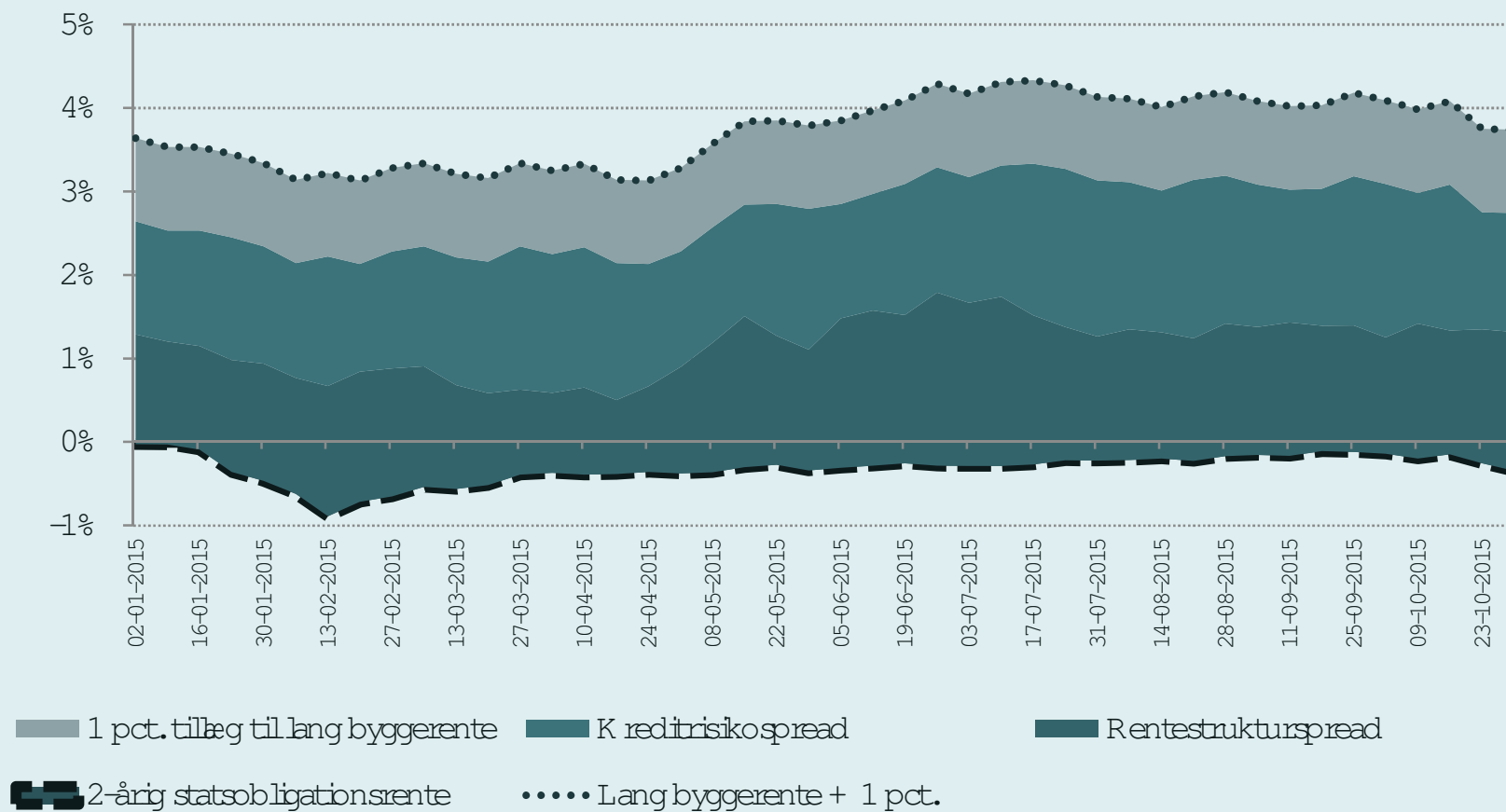
- For hvert pct.-point WACC'en forøges, vil forbrugere og virksomheder have en årlig merbetaling på 90 mio. kr. i den første 5-årige reguleringsperiode.
- På lang sigt vil en stigning på ét pct.-point i WACC'en modsvare en årlig merbetaling på ca. 400 mio. kr. årligt.

Sikrer WACC-niveauet tilstrækkelige investeringer og fortsat konsolidering i sektoren?

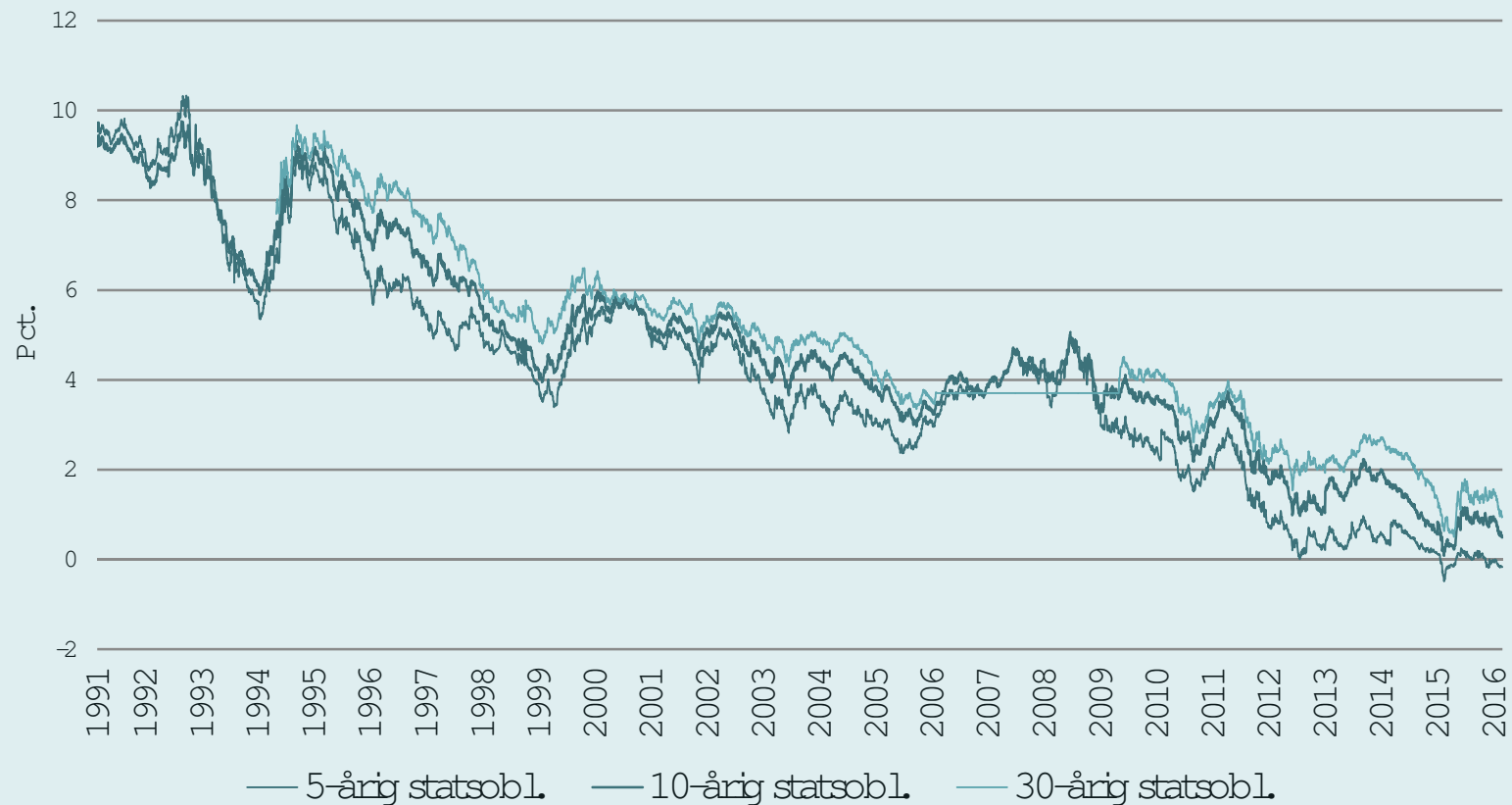
- Et rimeligt, systematisk risikojusteret afkast svarende til risikoen ved at drive en reguleret monopolvirksomhed ved effektiv drift giver ikke anledning til underinvesteringer.
- Historikken viser, at forskelle i regulatorisk forrentning/WACC imellem lande ikke betyder, at kun lande med højere WACC kan tiltrække kapital.
- Der har været investeret betydeligt i nettet med en forrentning på lang byggeobligationsrente + 1 pct.
 - Danmark har en femteplads i World Economic Forum's rangering af bedste kvalitet i levering af elektricitet.
- WACC er langt fra det eneste, der påvirker omfanget af investeringer i nettet.
- Omfattende konsolidering i sektoren de seneste 10 år, hvor antallet af netvirksomheder er halveret til 65.
 - Viser at andre forhold end forrentning/WACC er væsentligt for konsolidering.

Spørgsmål
og
ekstra slides

D en lange byggerente plus en procent



Udviklingen i 5, 10 og 30-årige danske statsobligationer



Anm.: Constant Maturity serie.

Kilde: Thomson Reuters

Fastsættelse af markedsriskopræmien og beta

- Markedsrisikopræmien fastsættes til 5,5 pct.
 - Historisk gns. af det danske marked afkast opgjort i Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015' på baggrund af analyser fra professorerne Dimson, Marsh og Staunton (DMS) og WACC-ekspertgruppen medlem Claus Parum
 - 5,0 pct. for kort risikofri rente
 - 3,6 pct. for lang risikofri rente
 - Surveybaserede undersøgelser (Fernandez/PwC hhv. 5,5/5,6 pct.)
 - Implicit beregninger (Carnegie 7,3 pct.)

- Beta aktiv – den systematiske risiko fastsættes til 0,35
 - Beta egenkapital bliver herefter 0,70, da gearing er på 50 pct. Beta egenkapital for hele markedet er på 1

Fastsættelse af gældsrisikopræmie, kapitalstruktur og skattesats

- Gældsrisikopræmien fastsættes til 1,35 pct. og består af:
 - Kreditrisikopræmie på 1,27 pct. som beregnes som :
 - Gns. af spread mellem utility bonds med BBB/A-rating og en risikofri rente
 - Løbetid på over 10 år da netvirksomhederne har incitament til at optage fremmedkapitalfinansiering med en længere løbetid end 5 år pga. refinansieringsrisikoen.
 - Tilæg for udstedelsesomkostninger på 8 basispoint
- Kapitalstruktur fastsættes til 50 pct.
 - Skønnet er fastsat på baggrund af gearing hos europæiske forsyningselskaber med BBB/A rating
- Skattesatsen fastsættes til 22 pct.
 - Er den gældende marginale selskabsskattesats

Fremgangsmåde for fastsættelse af WACC (I)

- Hos de øvrige udvalgte europæiske regulatorer fastlægger regulator selv WACC'en for netvirksomhederne
 - Til støtte for sin fastlæggelse har disse regulatorer ofte fået udarbejdet en rapport hos en revisions/konsulentvirksomhed med forslag til WACC-parametrenes og WACC'ens størrelse
- ID-anmærke har EL-reguleringsudvalget foreslået, at det i en bekendtgørelse fastlægges, hvordan WACC'en skal beregnes på baggrund af indstilling fra en rapport fra et uafhængigt ekspertudvalg.
 - WACC-ekspertgruppens anbefaling er ikke et teoretisk bud, som Dansk Energianfører
 - Ekspertgruppen har baseret deres rapport på en lang række empiriske analyser og rapporter fra danske og udenlandske konsulenthuse, finansielle institutioner, andre regulatorer og akademika om WACC'ens og de enkelte WACC-parametre beregning og størrelse i Danmark og i udlandet.
 - Ekspertgruppen anser sig for at være kvalificeret til at udøve de nødvendige skøn på baggrund af ovennævnte. Ekspertgruppen har ikke fundet det nødvendigt at indhente yderligere rapporter/analyser fra konsulenthuse.

Fremgangsmåde for fastsættelse af WACC (II)

- Det er ikke normalt fremgangsmåde i Danmark at spørge de regulerede selskaber eller deres investorer, om hvilke ønsker eller krav de har til forrentning, og fastlægge WACC'en på baggrund heraf
 - Hverken ved WACC-reguleringen af telenettene (Ei hvervsstyrelsen)
 - Eller ved WACC-reguleringen af elnet, gasnet eller på varmecområdet
- Det er ikke normalt fremgangsmåde i de udvalgte europæiske lande at spørge de regulerede selskaber eller deres investorer, om hvilke ønsker eller krav de har til forrentning og fastlægge WACC'en på baggrund heraf
- Forskel mellem hvad selskaberne siger/svarer og hvad selskaberne faktisk gør (kan fx skyldes strategisk svarangivelse eller at man har et officielt forrentningskrav, men i praksis afviger herfra)
- Anbefalingerne er baseret på markedets data, men en egentlig markedstest/virkelighedstest af den nye økonomiske regulering, herunder af den fastsatte WACC kan ikke gennemføres ex ante. Effekterne af den ændrede økonomiske regulering, herunder den væsentligt nye måde at opgøre forrentningsgrundlaget og den fastsatte forrentningssats (WACC'en) på, forventes først at kunne vurderes over en længere årrække.