



# Afgørelse om forrentningsrats for perioden 2023-2026 for Evida Nord A/S

22. december 2022

J.nr.: 22/02715

## RESUMÉ

Gasdistributionsselskaberne er naturlige monopoler, og er derfor ikke udsat for den konkurrence, som der er på et velfungerende marked, og som normalt fører til en mere effektiv drift, lavere priser og bedre kvalitet for kunderne.

Som en følge heraf er gasdistributionsselskabernes økonomi underlagt en indtægtsrammeregulering. Et gasdistributionsselskabs indtægtsramme består af en omkostningsramme og en forrentningsramme. Forsyningstilsynet fastsætter i forbindelse med opgørelsen af et selskabs forrentningsramme et selskabsspecifikt forrentningsgrundlag og en forrentningsrats, der er ens for de tre gasdistributionsselskaber.

I denne afgørelse fastsætter Forsyningstilsynet forrentningsratsen for gasdistributionsselskaberne for perioden 2023-2026.

Med denne afgørelse træffer Forsyningstilsynet afgørelse om at fastsætte forrentningsratsen ved en WACC før skat på 5,67 for perioden 2023-2026.

## TILBAGEKALDELSE OG ÆNDRING AF FORRENTNINGSSATS

Forsyningstilsynet har den 30. november 2021 truffet afgørelse om foreløbige indtægtsrammer for 2022-2025 for Evida Nord A/S (j.nr. 21/01516) i medfør af bekendtgørelse nr. 768 af den 23. juni 2016 med senere ændringer om indtægtsrammer og åbningsbalancer for gasdistributionsselskaber. I udmeldingen af de foreløbige rammer fastsættes blandt andet forrentningsratsen for hele perioden for selskabet, mens flere af de øvrige elementer i indtægtsrammen, der er baseret på selskabernes budgetterede omkostninger, korrigeres hvert år i reguleringsperioden baseret på de faktiske omkostninger og den faktiske udvikling i pris- og lønindeks. Således er de udmeldte indtægtsrammer for 2022-2025 være foreløbige, og de faktiske indtægtsrammer for et reguleringsår fastsættes først endeligt året efter udløbet af det pågældende reguleringsår.

Forrentningsratsen blev i ovenstående afgørelse fastsat ved en WACC før skat på til 3,3 pct. før skat.

Af ovenstående afgørelse fremgik følgende forbehold:

*"Forsyningstilsynet oplyser vejledende Evida Nord A/S om, at Energistyrelsen har orienteret Forsyningstilsynet om, at der i løbet af reguleringsperioden 2022-2025 forventes at træde en ny økonomisk*

**FORSYNINGSTILSYNET**

Torvegade 10  
3300 Frederiksværk

Telefon 4171 5400

Digital Post til os:  
Send via [virksomheder@virksomheder.dk](mailto:virksomheder@virksomheder.dk)  
Send via [borger@borger.dk](mailto:borger@borger.dk)

*regulering af gasdistributionsselskaberne i kraft, og at et sådant nyt retsgrundlag for indtægtsramme-fastsættelsen kan føre til, at Forsyningstilsynet vil kunne beslutte at genoptage afgørelsen om de foreløbige indtægtsrammer for 2022-2025 med henblik på at vurdere, om afgørelsen om de foreløbige indtægtsrammer for 2022-2025 kan tilbagekaldes og ændres fremadrettet, således at der for den resterende del af reguleringsperioden i stedet fastsættes indtægtsrammer efter ny økonomisk regulering.*

*Da den nye økonomiske regulering endnu ikke kendes, kan det på nuværende tidspunkt ikke vurderes, om en tilbagekaldelse og ændring af afgørelsen om indtægtsrammen for reguleringsperioden 2022-2025 for så vidt angår den resterende del af reguleringsperioden efter almindelige forvaltningsretlige regler er mulig, lige så vel som andre forhold også kan have den følge (eksempelvis eventuel påklage af nærværende afgørelse). Forsyningstilsynet vil, hvis muligt, når den nye økonomiske regulering er udstedt og trådt i kraft tage stilling til, om der er hjemmel til at tilbagekalde og ændre nærværende afgørelse for den resterende del af reguleringsperioden.”*

Energistyrelsen har siden Forsyningstilsynets afgørelse af den 30. november 2021 udstedt ny bekendtgørelse om indtægtsrammer for gasdistributionsselskaber (BEK nr. 755 af 30. maj 2022) med ikrafttræden den 1. juli 2022 og med virkning for gasdistributionsselskabernes indtægtsrammer fra 1. januar 2023 og samtidig ophæves bekendtgørelse om indtægtsrammer og åbningsbalancer for naturgasdistributionsselskaber nr. 768 af 23. juni 2016. Den nye bekendtgørelses formål er udstedt på baggrund af lov om ændring af lov om naturgasforsyning, L 923 af den 18. maj 2021.

En myndighed kan i særlige tilfælde tilbagekalde og ændre en afgørelse, for eksempel såfremt der er et nyt retsgrundlag. Forsyningstilsynet vurderer, at der er hjemmel til at tilbagekalde og ændre det element af afgørelsen af den 30. november 2021, der vedrører forrentningssatsen for 2023-2025, da den nye indtægtsrammebekendtgørelse først gælder for gasdistributionsselskabernes indtægtsrammer fra den 1. januar 2023 og frem. Forrentningssatsen for 2022, der fremgår af afgørelsen af den 30. november 2021, er således uændret og fortsat gældende.

Forsyningstilsynet har hertil lagt vægt på, at Evida Nord A/S blandt andet er blevet varslet om en mulig genoptagelse af afgørelsen af den 30. november 2021, såfremt Energi-styrelsen i løbet af reguleringsperioden 2022-2025 udstedte en ny indtægtsrammebekendtgørelse med ændret retsgrundlag.

Ifølge § 2, stk. 1, nr. 14, i bekendtgørelse nr. 755 af 30. maj 2022 om indtægtsrammer for gasdistributionsselskaber (herefter indtægtsrammebekendtgørelsen) er en reguleringsperiode en periode på fire år, hvor første reguleringsperiode påbegyndes den 1. januar 2023. Det indebærer således, at første reguleringsperiode består af årene 2023-2026. Denne periode adskiller sig hermed fra perioden 2022-2025 som hidtil gældende forrentningssats var udmeldt for, jf. Forsyningstilsynets afgørelse af den 30. november 2021 om foreløbige indtægtsrammer for 2022-2025 for Evida Nord A/S (j.nr. 21/01516)

Ifølge indtægtsrammebekendtgørelsens § 19, stk. 1, skal der ved fastsættelsen af forrentningssatsen forudsættes en egenkapitalandel på 30 pct. egenkapital. Hermed er gearingen den samme som under den tidligere gældende indtægtsrammeregulering, jf. § 12, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 768 af den 23. juni 2016 med senere ændringer om indtægtsrammer og åbningsbalancer for gasdistributionsselskaber. Det er som en følge heraf Forsyningstilsynets vurdering, at Forsyningstilsynet udelukkende skal tilbagekalde

og ændre de såkaldt konjunkturafhængige variable i den fastsatte forrentningssats for 2023-2025, der – ifølge Forsyningstilsynets vurdering – er den risikofri rente, markedsrisikopræmien og gældsrisikopræmien.

For så vidt angår de øvrige forhold i relation til den fastsatte forrentningssats, der er afgjort ved afgørelse af den 30. november 2021 om foreløbige indtægtsrammer for 2022-2025 for Evida Nord A/S (j.nr. 21/01516), er der ikke grundlag for genoptagelse.

Forsyningstilsynet har for så vidt angående tilbagekaldelsen og ændring af den tidligere afgørelse for årene 2023-2025 ydermere lagt vægt på, at tilbagekaldelsen og ændringen af forrentningssatsen fra 3,30 pct. til 5,67 pct. er til gunst for selskabet. På denne baggrund er det derfor Forsyningstilsynets vurdering, at betingelserne for at tilbagekalde og ændre afgørelsen af den 30. november 2021, jf. sagsnummer 21/01516, er til stede.

## AFGØRELSE

Forsyningstilsynet træffer afgørelse om at fastsætte forrentningssatsen til 5,67 pct. før skat for perioden 2023-2026 for Evida Nord A/S. Afgørelsen er truffet i medfør af § 19 i bekendtgørelse nr. 755 af den 30. maj 2022 om indtægtsrammer for gasdistributionselskaber (herefter indtægtsrammebekendtgørelsen).

Sagens baggrund og begrundelsen for Forsyningstilsynets afgørelse fremgår nedenfor.

## SAGSFREMSTILLING

Gasdistributionselskaberne har monopol på distribution af gas i deres geografiske bevillingsområder. Markedet for distribution af gas er derfor ikke konkurrencepræget, og der skabes ikke naturlige incitamenters til effektivisering gennem konkurrence mellem selskaberne. Selskaberne er på denne baggrund underlagt økonomisk regulering, og selskaberne har siden den 1. januar 2005 været underlagt en indtægtsrammeregulering.

Indtægtsrammerne fastsættes med henblik på dækning af driftsomkostninger, afskrivninger og forrentning ved en effektiv drift af selskaberne, jf. § 37 a, stk. 1, i lov om gasforsyning<sup>1</sup>.

Gasdistributionselskabernes indtægtsrammer består af en omkostningsramme og en forrentningsramme. Et gasdistributionselskabs forrentningsramme er opgjort ved et forrentningsgrundlag ganget med den forrentningssats, som Forsyningstilsynet har fastsat i nærværende afgørelsen.

## SAGENS PARTER

Sagens part er Evida Nord A/S (CVR-37270024).

---

<sup>1</sup> Lovbekendtgørelse nr. 126 af 6. maj 2020 med senere ændringer.

## PARTSHØRING

Forsyningstilsynet har i mail af den 7. december 2022 sendt et udkast til afgørelse om forrentningssats for perioden 2023-2026 i partshøring hos gasdistributionsselskabet med frist senest 21. december 2022 dato 2022 til at fremkomme med eventuelle bemærkninger til afgørelserne (partshøringssvar).

Evida Nord A/S har ved mail af den 20. december fremsendt deres høringssvar til Forsyningstilsynet. Gasdistributionsselskabets partshøringssvar og Forsyningstilsynets bemærkninger hertil er i afsnittet *Forsyningstilsynets begrundelse for afgørelsen* nedenfor.

## RETSGRUNDLAG

I det følgende gennemgås de love og bekendtgørelser m.v., der har relevans for de betragtninger og vurderinger, som fremgår i afgørelsen, hvor sagsfremstillingens fakta vurderes i lyset af lovgrundlaget. Gennemgangen er tilrettelagt kronologisk og med udgangspunkt i retskildehierarkiet, således at love og bekendtgørelser (seneste først) citeres før eventuelle andre retskilder (retspraksis, litteratur o. lign.).

### Gasforsyningsloven

Ved lov nr. 923 af 18. maj 2021 om ændring af lov om naturgasforsyning, lov om fremme af vedvarende energi og forskellige andre love<sup>2</sup> blev navnet på lov om naturgasforsyning ændret til lov om gasforsyning, og der blev indført ny økonomisk regulering af gasektoren, hvor blandt andet Klima-, energi- og forsyningsministeren i medfør af § 37 a bemyndiges til at fastsætte nærmere regler om beregning og justering af indtægtsrammen og om længden af reguleringsperioden. Bestemmelsen er sålydende:

§ 37 a. Priser for ydelser fra distributionsselskaberne fastsættes i overensstemmelse med en indtægtsramme. Forsyningstilsynet fastsætter årlige indtægtsrammer for distributionsselskaberne med henblik på dækning af omkostninger ved en effektiv drift af aktiviteterne og forrentning af kapital.

Stk. 2. Indtægtsrammen, jf. stk. 1, udgør det højeste beløb, der i et kalenderår kan oppebæres ved indtægter fra drift af aktiviteterne. Indtægtsrammen fastsættes med udgangspunkt i en reguleringsperiode. Indtægtsrammen fastsættes på baggrund af en omkostningsramme og en forrentningsramme, som beregnes efter regler fastsat i medfør af stk. 4, nr. 1-3 og 6, og justeres efter stk. 4, nr. 4 og 5.

Stk. 3. Forsyningstilsynet kan indhente uafhængig ekstern bistand til brug for fastsættelse af indtægtsrammen for distributionsselskabernes regning.

Stk. 4. Klima-, energi- og forsyningsministeren fastsætter nærmere regler om beregning og justering af indtægtsrammen og om længden af reguleringsperioden, herunder regler om:

1) Hvilke indtægter der omfattes af en indtægtsramme, og hvilke omkostninger en indtægtsramme dækker, herunder om indtægter og omkostninger, der regnskabsmæssigt indgår og bogføres i andre selskaber.

---

<sup>2</sup> Lov om ændring af lov om naturgasforsyning, lov om fremme af vedvarende energi og forskellige andre love (Indpasning af gas fra vedvarende energikilder, udbud af pristillæg for opgraderet biogas og andre gasser fra vedvarende energikilder, udbud af støtte til produktion af brændstoffer eller andre produkter fra elektricitet (power-to-x), justering af den økonomiske regulering af gasdistributionsselskaber og reglerne for gasdetailmarkedet og sidestillelse af regioner med kommuner i forhold til egenproduktion af elektricitet ved selskabsudskillelse m.v.) (retsinformation.dk)

2) Fastsættelse og justering af omkostningsrammen, herunder om fremadrettede omkostninger, opgjort i henhold til planer for det fremtidige behov for distributionskapacitet, jf. § 14, stk. 1, nr. 5, og om frist for ansøgning om justering og konsekvens af fristoverskridelse.

3) Fastsættelse og justering af forrentningsrammen, herunder om fastsættelse af forrentningsgrundlag, om beregning og fastsættelse af forrentningssats, om frist for ansøgning om justering og om konsekvens af fristoverskridelse.

4) Fastsættelse af effektiviseringskrav for distributionsselskaber.

5) Fastsættelse af beløbsmæssige justeringer af indtægtsrammen, herunder om fradrag som følge af effektiviseringskrav efter nr. 4, eller om justeringer som følge af differencer efter nr. 6.

6) Opgørelse og afvikling af differencer.

Stk. 5. Forsyningstilsynet kan give dispensation fra de af tilsynet fastsatte rammer, såfremt det er nødvendigt, for at selskaberne kan gennemføre forpligtelser, som er pålagt i loven, i bestemmelser fastsat i medfør af loven eller i bevillingen, eller som klima-, energi- og forsyningsministeren har pålagt Energinet.

Stk. 6. Distributionsselskaber skal udarbejde, revidere og indsende årlige reguleringsregnskaber for selskabets aktiviteter til Forsyningstilsynet. Forsyningstilsynet offentliggør reguleringsregnskaberne.

Stk. 7. Forsyningstilsynet fastsætter nærmere regler om årlige reguleringsregnskaber efter stk. 6, herunder om indhold, opbevaring, revision og indsendelsens form og om, at indsendelsen skal ske elektronisk eller ved anvendelse af et bestemt digitalt system, frist for indsendelse og konsekvens af fristoverskridelse

### Naturgasforsyningsloven<sup>3</sup>

Den tidligere indtægtsrammebekendtgørelse (BEK nr. 768/2016) var udstedt blandt andet i medfør af naturgasforsyningslovens § 37 a, stk. 3.

Naturgasforsyningslovens § 37 a, er sålydende:

**§ 37 a.** Priser for distributionsselskabernes ydelser skal være i overensstemmelse med de i stk. 2 nævnte indtægtsrammer. Rammerne fastsættes med henblik på dækning af de i § 37, stk. 1, nævnte omkostninger ved en effektiv drift af selskabet.

Stk. 2. Energi-, forsynings- og klimaministeren fastsætter regler om fastsættelse af indtægtsrammer for de i stk. 1 nævnte selskaber. Energitilsynet fastsætter i overensstemmelse med disse regler årlige indtægtsrammer for selskaberne.

Stk. 3. Energitilsynet kan give dispensation fra de af tilsynet fastsatte rammer, såfremt det er nødvendigt for, at selskabet kan gennemføre forpligtelser, som er pålagt i loven, i bestemmelser fastsat i medfør af loven eller i bevillingen, eller som energi-, forsynings- og klimaministeren har pålagt Energinet.dk.

Stk. 4. Enhver form for indtægt i selskabet skal medgå til dækning af udgifter ved distributionsaktiviteten. Dette gælder dog ikke overskud i form af ekstraordinære effektiviseringsgevinster i forhold til indtægtsrammerne. Sådanne overskud kan anvendes til henlæggelser til fremtidige investeringer, nedsættelse af priser eller ekstraordinær forrentning af indskudskapitalen, jf. dog stk. 5.

Stk. 5. Overskud i form af ekstraordinære effektiviseringsgevinster i forhold til indtægtsrammerne fra distributionsvirksomhed varetaget af Energinet.dk eller virksomhedens helejede datterselskaber i medfør af § 2, stk. 2 og 3, i lov om Energinet.dk kan anvendes til nedsættelse af priser eller konsolidering af distributionsvirksomheden.

---

<sup>3</sup> Lovbekendtgørelse nr. 126 af 6. februar 2020 om naturgasforsyning, som ændret ved lov nr. 2211 af 29. december 2020

Stk. 6. Energi-, forsynings- og klimaministeren kan fastsætte nærmere regler for anvendelsen af overskud efter stk. 4 og 5.

#### Indtægtsrammebekendtgørelsen (BEK nr. 755/2022)<sup>4</sup>

Det fremgår af den gældende indtægtsrammebekendtgørelse, der er udstedt i medfør af lov om gasforsyning, jf. lovbekendtgørelse nr. 126 af 6. februar 2020, som ændret ved lov nr. 923 af 18. maj 2021, jf. ovenfor, § 27, stk. 12, at sager vedrørende reguleringsårene 2016-2022 behandles efter reglerne i bekendtgørelse nr. 768 af 23. juni 2016. Bestemmelsen er sålydende:

§ 27. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. juli 2022.

"..."

Stk. 12. Sager vedrørende regnskabsårene 2016-2022 behandles for så vidt angår perioden fra 1. juli 2016 til 31. december 2022 af Forsyningstilsynet eller Energiklagenævnet efter reglerne i bekendtgørelse nr. 768 af 23. juni 2016 om indtægtsrammer og åbningsbalancer for naturgasdistributionselskaber.

I medfør af § 7 i indtægtsrammebekendtgørelsen (BEK nr. 755/2022) skal Forsyningstilsynet fastsætte en forrentningssats, som er sålydende:

§ 7. Et gasdistributionselskabs forrentningsramme udgør forrentningen af gasdistributionselskabets forrentningsgrundlag efter stk. 2-3. Ved fastsættelsen anvender Forsyningstilsynet forrentningssatsen, jf. § 19.

Stk. 2. Forrentningsgrundlaget i reguleringsperioden, jf. dog stk. 4, udgør gennemsnittet af den bogførte værdi af gasdistributionselskabets aktivbase til forrentning i reguleringsårene i perioden, som anført i § 6, stk. 1, tillagt 2 pct.

Stk. 3. Forrentningsgrundlaget i reguleringsåret justeres inden for indeværende reguleringsperiode for følgende:

- 1) ændret pristalsudvikling og
- 2) justeringer som følge af afgørelser, som Forsyningstilsynet har truffet på baggrund af forhold omfattet af §§ 11-14, og som er gældende for reguleringsåret.

Stk. 4. Ved overgangen til en ny reguleringsperiode anvender Forsyningstilsynet, ved beregningen af de gennemsnitlige bogførte værdier, de oplysninger, som fremgår af reguleringsregnskaberne med korrektioner. Korrektionerne skal opfylde de regler, som Forsyningstilsynet har fastsat ved udnyttelse af myndigheden i § 37 a, stk. 7, i lov om gasforsyning

§ 19. Forsyningstilsynet fastsætter den forrentningssats, der kan indregnes i indtægtsrammen for den fireårige reguleringsperiode. Rentesatsen fastsættes for det enkelte gasdistributionselskab som en risikofri rente fastsat af Forsyningstilsynet samt et risikotillæg, der afspejler risikoforhold og skattepligt i det enkelte gasdistributionselskab. Ved fastsættelsen af forrentningssatsen forudsættes en egenkapitalandel på 30 pct.

Stk. 2. Forsyningstilsynet kan forud for et kalenderår ændre forrentningssatsen med virkning for den resterende del af perioden som følge af ændringer i de forhold, som har ligget til grund for fastsættelse af satsen, jf. stk. 1. Forsyningstilsynet offentliggør på sin hjemmeside kriterier for ændringer i forrentnings-satsen.

---

<sup>4</sup> Bekendtgørelse nr. 755 af den 30. maj 2022

Stk. 3. Forsyningstilsynet offentliggør på sin hjemmeside fastsættelsen og grundlaget for sit beslutningsgrundlag, som er anvendt ved fastsættelsen af forrentningssatsen efter stk. 1 og 2.

## FORSYNINGSTILSYNETS BEGRUNDELSE FOR AFGØRELSEN

Denne sag drejer sig om fastsættelse af en forrentningssats for gasdistributionsselskaberne.

Forsyningstilsynet har med afgørelse af den 30. november 2021, jf. sagsnr. 21/01516, om den foreløbige indtægtsramme for Evida Nord A/S for 2022-2025 truffet afgørelse om forrentningssatsen for gasdistributionsselskaberne. Af denne afgørelse fremgår bl.a., at det er Forsyningstilsynets vurdering, at den tilladte forrentningssats skal beregnes ved en WACC, hvilket følger argumentationen af den såkaldte WACC-ekspertgruppen, der var nedsat af Klima-, Energi- og Forsyningsministeren til at udarbejde en WACC for elnetvirksomhederne.

WACC-ekspertgruppens arbejde er relevant på gasområdet, da en række parametre er konjunkturafhængige og ikke selskabsspecifikke.

Ifølge indtægtsrammebekendtgørelsens § 19, stk. 1, skal der ved fastsættelsen af forrentningssatsen forudsættes en egenkapitalandel på 30 pct. Hermed er forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital – den såkaldte gearing – den samme som under den tidligere gældende indtægtsrammeregulering, jf. § 12, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 768 af den 23. juni 2016 med senere ændringer om indtægtsrammer og åbningsbalancer for gasdistributionsselskaber.

Det er som følge heraf Forsyningstilsynets vurdering, at Forsyningstilsynet – set i forhold til Tilsynets tidligere afgørelse for perioden 2022-2025 – udelukkende tilbagekalder og ændrer de såkaldte konjunkturafhængige variable fastsat i afgørelsen af den 30. november 2021, jf. ovenfor, i forbindelse med nærværende fastsættelse af forrentningssatsen for 2023-2026. De konjunkturafhængige variable er: i.) den risikofri rente, ii.) markedsrisikopræmien og iii.) gældsrisikopræmien, idet de øvrige risikoparametre (beta aktiv og dermed også beta egenkapital, som beregnes på baggrund af beta aktiv), som indgår i opgørelsen af egenkapitalens forrentning, fastsættes i sammenhæng med gearingen. Jo større risiko i et selskab, jo mindre er selskabets gældskapacitet, og dermed jo større er behovet for en høj egenkapitalandel.

De øvrige parametre i fastsættelsen af forrentningssatsen, der er beregnet i den regulatorisk fastsatte WACC, er således uændrede set i forhold til Forsyningstilsynets afgørelse om de foreløbige indtægtsrammer for Evida Nord A/S for 2022-2025, hvortil der henvises, og videreføres for perioden 2023-2026.

## 1. FORSYNINGSTILSYNETS AFGØRELSE FOR PERIODEN 2022-2025

Forsyningstilsynet har med afgørelsen om forrentningssats for 2022-2025 opgjort en WACC for gasdistributionsselskabernes investeringer idriftsat pr. 1. januar 2005 og derefter. De med afgørelsen fastsatte parametre i den regulatoriske WACC er opsummeret nedenfor, jf. Tabel 1.

TABEL 1 | WACC I DEN OPRINDELIGE AFGØRELSE, 2022-2025

i.) Risikofri rente (pct.)	-0,52
ii.) Markedsrisikopræmie (pct.)	6,00
iii.) Beta aktiv	0,40
iv.) Fremmedkapitalandel	0,70
v.) Marginale skattesats (pct.)	22,00
vi.) Gældsrisikopræmie (pct.)	1,12
Beta egenkapital <sup>(1)</sup>	1,33
Cost of Equity (pct.) <sup>(3)</sup>	9,59
Efter-skat CoE (pct.) <sup>(2)</sup>	7,48
Cost of Debt (pct.) <sup>(4)</sup>	0,60
Efter-skat CoD (pct.) <sup>(5)</sup>	0,47
<b>Nominal WACC - efter skat (pct.) <sup>(6)</sup></b>	<b>2,57</b>
<b>Nominal WACC - før skat (pct.) <sup>(7)</sup></b>	<b>3,30</b>

Kilde: Forsyningstilsynet, 2021

Note: De konjunkturpåvirkelige parametre er anført i kursiv.

(1)  $0,40 \cdot (1 + (0,7 / (1 - 0,7))) = 1,33$

(2)  $-0,52 + 1,33 \cdot 6,0 = 7,48$

(3)  $7,48 / (1 - (22,00/100)) = 9,59$

(4)  $-0,52 + 1,12 = 0,60$

(5)  $0,6 \cdot (1 - (22,00/100)) = 0,47$

(6)  $0,47 \cdot 0,70 + 7,48 \cdot (1 - 0,70) = 2,57$

(7)  $0,6 \cdot 0,70 + 9,59 \cdot (1 - 0,70) = 3,30$

### LIGNING 1 | BEREGNING AF BETA EGENKAPITAL

$$\beta_E = \beta_A \times \left(1 + \frac{G}{1 - G}\right)$$

Hvor:

$\beta_E$ : er beta egenkapital

$\beta_A$ : er beta aktiv

G: er andel af virksomhedens kapital som er fremmedfinansieret (kapitalstruktur)

---

**LIGNING 2 | BEREGNING AF EFTER SKAT COST OF EQUITY**

$$r_E = r_F + \beta_E \times MRP$$

Hvor:

$r_E$ : er Cost of Equity

$r_F$ : er den risikofrie rente

$\beta_E$ : er beta egenkapital

MRP: er den forventede markedsrisikopræmie

---

**LIGNING 3 | KONVERTERING AF COE EFTER SKAT TIL COE FØR SKAT**

$$r_{E \text{ før skat}} = \frac{r_{E \text{ efter skat}}}{(1 - \tau)}$$

Hvor:

$\tau$ : er den effektive marginale virksomhedsskattesats

---

**LIGNING 4 | BEREGNING AF COST OF DEBT**

$$r_D = r_F + DRP$$

Hvor:

$r_D$ : er Cost of Debt

$r_F$ : er den risikofrie rente

DRP: er gældsrisikopræmien

---

**LIGNING 5 | BEREGNING AF COST OF DEBT EFTER SKAT**

$$r_{D \text{ efter skat}} = r_{D \text{ før skat}} \times (1 - \tau)$$

Hvor:

$r_D$ : er Cost of Debt

$\tau$ : er den effektive marginalskat

---

**LIGNING 6 | BEREGNING AF WACC EFTER SKAT**

$$WACC = r_E \times (1 - G) + r_D \times G \times (1 - \tau)$$

Hvor:

$r_E$ : er Cost of Equity

$G$ : er andel af virksomhedens kapital som er fremmedfinansieret (kapitalstruktur)

$r_D$ : er Cost of Debt

$\tau$ : er den effektive marginalskat

---

#### LIGNING 7 | KONVERTERING AF WACC EFTER SKAT TIL WACC FØR SKAT

$$WACC_{før\ skat} = \frac{WACC_{efter\ skat}}{1 - \tau}$$

Hvor:

$\tau$ : er den effektive marginale virksomhedsskattesats

## 2. FASTSÆTTELSE AF EN WACC FOR FØRSTE REGULERINGSPERIODE 2023-2026

Forsyningstilsynet har med nærværende afgørelse revideret den risikofri rente, markedsrisikopræmien og gældsrisikopræmien, jf. pkt. i.) – iii.) nedenfor.

### i.) Den risikofrie rente

Den risikofrie rente udtrykker den minimumsforrentning, som en investor vil kræve for at investere i et aktiv uden risiko. Det vil sige en investering i et aktiv, hvor forrentningen er kendt, og hvor der ingen risiko er for, at rentebetalingen bortfalder eller for at tabe det investerede beløb.

Den risikofrie rente indgår i beregningen af WACC. En stigning i den risikofrie rente medfører, alt andet lige, en stigning i den regulatorisk fastsatte WACC.

I dette afsnit redegøres der dels for udviklingen i den risikofrie rente på de finansielle markeder og dels for Forsyningstilsynets metodeanbefalinger til fastsættelse af den risikofrie rente samt estimation af den risikofrie rente, der skal anvendes i beregningen af den regulatorisk fastsatte WACC for Evida Nord A/S for reguleringsperioden, der starter januar 2023.

Boks 1 nedenfor angiver afsnittets hovedpointer.

---

**BOKS 1 | HOVEDPUNKTER OM DEN RISIKOFRIE RENTE**

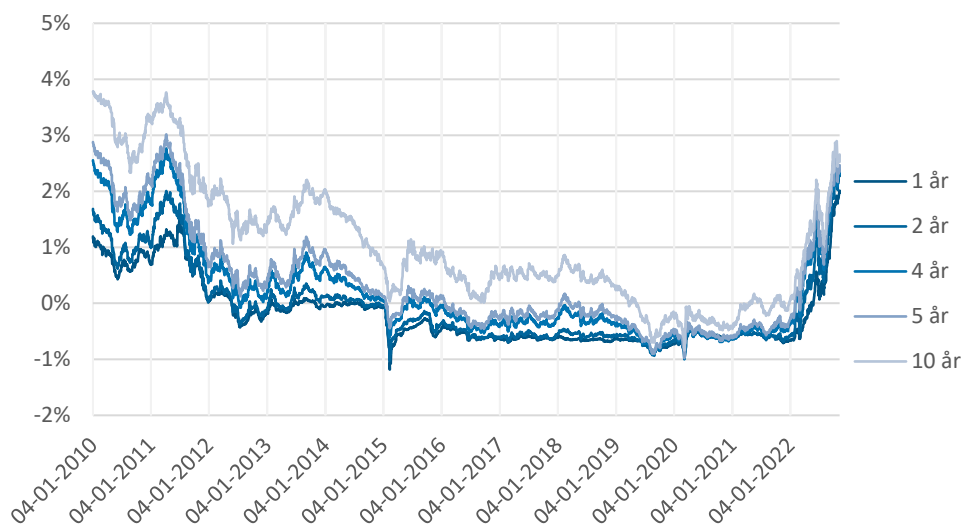
- 1) Udviklingen på de finansielle markeder:** Stigningen i danske statsobligationsrenter i 2022 har betydet, at den risikofrie rente, når den beregnes i forhold til tidligere, vil øges.
  - 2) Løbetid på den risikofrie rente:** Løbetiden på den risikofrie rente bør matche reguleringsperioden for gasdistributionsselskaber, som har reguleringsperioder på 4 år. Det vil sige periodematching i overensstemmelse med WACC-ekspertgruppens anbefaling.
  - 3) Estimationsperiode:** Den risikofrie rente estimeres som et gennemsnit af de 3-måneders tilgængelige daglige observationer i nulcuponrenteserien for perioden juni – august 2022. Dette er i overensstemmelse med WACC-ekspertgruppens anbefalinger.
  - 4) Estimation af den risikofrie rente:** Den risikofrie rente fastsættes til 1,16 pct.
- 

I det følgende gennemgås de enkelte hovedkonklusioner.

**1. UDVIKLINGEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER**

Nulcuponrenter baseret på danske statsobligationer anvendes som proxy for den risikofrie rente. De 4-årige renter har oplevet en voldsom stigning i 2022, som det fremgår af Figur 1 og er i niveauet for 2011.

---

**FIGUR 1 | UDVIKLING I DANSKE 1-, 2-, 4-, 5- OG 10-ÅRIGE NULKUPONRENTER**

Kilde: Forsyningstilsynets egen fremstilling baseret på data fra Scanrate Finansiell System A/S

Note: Data er baseret på daglige observationer af nulcuponrenter fra 4. januar 2010 – 9. november 2022.

**TABEL 2 | UDVIKLINGEN I DEN RISIKOFRIE RENTE FOR FORSKELLIGE LØBETIDER JUNI-AUGUST GENNEMSNIT DE PÅGÆLDENDE ÅR**

År	1-årig	2-årig	4-årig	5-årig	10-årig
2010	0,61%	0,84%	1,46%	1,78%	2,82%
2011	1,13%	1,36%	1,84%	2,07%	2,95%
2012	-0,31%	-0,22%	0,12%	0,34%	1,35%
2013	0,01%	0,17%	0,56%	0,79%	1,78%
2014	-0,01%	0,06%	0,26%	0,43%	1,34%
2015	-0,41%	-0,29%	-0,01%	0,15%	0,90%
2016	-0,61%	-0,59%	-0,43%	-0,35%	0,18%
2017	-0,61%	-0,55%	-0,31%	-0,18%	0,54%
2018	-0,66%	-0,58%	-0,33%	-0,19%	0,42%
2019	-0,77%	-0,79%	-0,75%	-0,71%	-0,40%
2020	-0,56%	-0,58%	-0,56%	-0,53%	-0,29%
2021	-0,58%	-0,59%	-0,52%	-0,45%	-0,07%
2022	0,38%	0,84%	1,16%	1,27%	1,61%

Kilde: Forsyningstilsynets egen fremstilling baseret på data fra Scanrate Finansiell System A/S.  
 Note: Beregning af hver juni-august gennemsnittet af daglige observationer af nulkuponrenter med de løbetider der er noteret i overskriften og for de år der er noteret i kolonne 1.

Ovenstående Tabel 2 viser udviklingen i juni-august beregningen af den risikofrie rente ud fra fem forskellige løbetider og over 13 år fra 2010 til 2022. De seneste tal ses i nederste række for 2022, og de genfindes for 4-årige som det estimat, der er fastsat for gasdistributionsselskaber.

Alle fem serier giver en positiv værdi i juni-juli-august 2022 gennemsnittet, som er udgangspunkt for fastsættelsen af den risikofrie rente efter evalueringen og WACC-ekspertgruppens anbefalinger. Dette til forskel for tidligere perioder, hvor renterne har været negative.

Stigningen i danske statsobligationsrenter vil automatisk øge den risikofrie rente og dermed egenkapitalforrentningen, når den beregnes.

## 2. LØBETID PÅ DEN RISIKOFRI RENTE

Forsyningstilsynet vurderer, at den risikofrie rente i første reguleringsperiode fastsættes i overensstemmelse med WACC-ekspertgruppens anbefalinger. Der henvises i den forbindelse til WACC-ekspertgruppens udførlige metodeovervejelser og begrundelser for disse valg.

Vi fastsætter derfor, at løbetiden på den risikofrie rente skal matche reguleringsperiodernes længde for Evida Nord A/S, der reguleres.

For Evida Nord A/S vedkommende fastsættes den risikofrie rente baseret på 4-årige nulkuponrenter. Denne rentejusteringshyppighed matcher reguleringsperioden.

WACC-ekspertgruppens begrundede anbefalingen om periodematching således (jf. Ho-vedrapportens side 7):

*"WACC'en anbefales holdt konstant i hele den 5-årige reguleringsperiode. Den risikofrie rente anbefales fastsat ved en 5-årig nulkuponrente baseret på danske statsobligationer. Ekspertgruppen finder, at princippet om "periode-matching" bør anvendes. Det betyder, at løbetiden på den nulkuponrente, der anvendes som risikofri rente, svarer til den periode, som WACC'en, holdes konstant. Rationalet bag periode-matching er, at investors renterisiko ved at investere i regulerede aktiver hvor aktivets afkast afhænger af en regulatorisk fastsat WACC – afspejler, hvor hyppigt den regulatorisk fastsatte WACC justeres. Det betyder, at den risikofrie rente i WACC'en bør have approksimativt samme varighed<sup>18</sup>, som den betalingsstrøm, der fastsættes. Dermed svarer investors renterisiko i høj grad til den renterisiko, der er ved at investere i aktivet. Med andre ord - en 5-årig justeringsperiode for WACC'en indebærer, at investor har en 5-årig renterisiko. Derfor skal investor kompenseres ved en 5-årig risikofri rente. Hvis en 10-årig risikofri rente blev brugt, når WACC'en justeres hvert femte år, ville netvirksomhedernes investorer ikke få en kompensation, der svarer til den renterisiko, de løber. Aktuelt, hvor rentekurven er stigende, vil en 10-årig rente overkompensere investor. Tilsvarende ville investor aktuelt blive underkompenseret, hvis der anvendtes en 1-årig risikofri rente i WACC'en, og WACC'en justeredes hvert femte år. Investorer i netvirksomheder løber andre risici end blot renterisiko. Disse andre risici kompenseres investorerne for gennem de ovenfor nævnte egenkapital- og fremmedkapitalrisikopræmier i WACC'en."*

Det skal nævnes, at reguleringsperioden for elnetvirksomheder er 5-årig.

WACC-ekspertgruppen afviste, at en risikofri rente med løbetid på 5 år tvinger elnetvirksomhederne ud i at optage lån med en løbetid på 5 år, jf. baggrundsrapporten side 34:

*"Der er argumenter for, at man ved at anvende en risikofri rente med en løbetid svarende til regulerings-periodens længde kan tvinge netvirksomhederne ud i at optage lån med en løbetid på 5 år. Det tilgodeser ikke nødvendigvis hensyn til refinansieringsrisiko mv. Ekspertgruppen finder imidlertid ikke, at der er en sammenhæng mellem lånets løbetid og rentejusteringshyppigheden. Man kan således godt optage eksempelvis 30-årige lån, hvor lånerenten justeres hvert 5. år, og hvor virksomheden således ikke skal refinansiere hele fremmedkapitalfinansieringen hvert 5. år."*

Forsyningstilsynet er enige i ovennævnte vurdering fra WACC-ekspertgruppen og fastsætter løbetiden på den risikofrie rente, så den matcher (rente)reguleringsperiodens længde.

En årlig justering af WACC-satsen kan sikre Evida Nord A/S mod risikoen for rentevolatilitet. Dette vurderes dog ikke at være i overensstemmelse med periodematching, jf. nedenstående argumentation.

WACC-ekspertgruppen anførte ikke en forventning til den fremtidige renteutvikling og baserede ikke deres anbefalinger på en bestemt forventning til den fremtidige renteutvikling, bl.a. fordi sådanne renteforventninger er ganske usikre. I stedet havde WACC-ekspertgruppen fokus på korrekte, praktisk implementerbare og hensigtsmæssige metodevalg, som f.eks. periodematching, der ikke afhænger af, om renteutviklingen bliver som forventet.

Hvis forrentningen justeres årligt, vil den risikofri rente skulle fastlægges med udgangspunkt i en nulkuponrente, der afspejler rentejusteringshyppigheden, dvs. løbetiden på

nulkuponrenten skal tilsvarende være på 1 år, jf. WACC-ekspertgruppens og Forsyningstilsynets (2022) evaluering af WACC for elnetvirksomheders anbefalinger om periodematching.

WACC-ekspertgruppen anførte bl.a. følgende om en hyppigere justering af den risikofrie rente og WACC'en, jf. Hovedrapportens side 15, følgende:

*"Med henblik på at opnå en hyppigere regulering af den risikofrie rente og derigennem sikre en hurtig opjustering af WACC'en, hvis markedsrenten begynder at stige igen, har ekspertgruppen overvejet at anvende en 1-årig løbetid på den risikofrie rente kombineret med årlige genberegninger. Ekspertgruppen anbefaler imidlertid at anvende en løbetid på den risikofrie rente på 5 år og anbefaler samtidig en genberegning hvert 5. år. Fordelen herved er, at WACC'en ikke varierer fra år til år i løbet af en reguleringsperiode, og at netvirksomhederne dermed får større forudsigelighed og stabilitet i forhold til at planlægge investeringer. Ulempen er, at der i løbet af den femårige periode vil være en risiko for, at WACC'en kommer ud af trit med det aktuelle renteniveau. En eventuel afvigelse vil dog elimineres ved indgangen til en ny reguleringsperiode, hvor der sker en genberegning af WACC'en på baggrund af det aktuelle renteniveau og princippet om "periode-matching". Ved anvendelse af en 5-årig periode for justering af WACC'en vil en investor efter udvalgets vurdering lægge vægt på, at der i et scenarie med stigende renter vil ske en relativ hurtig opjustering af WACC'en, fordi den risikofrie rente er fastlagt ved et aktuelt gennemsnit over en 3 måneders estimationsperiode og ikke et historisk gennemsnit over en 5- eller 10-årig periode."*

Forsyningstilsynet anbefalede i sin evaluering WACC for elnetvirksomheder (2022), at rentereguleringsperioden og dermed løbetiden på den risikofrie rente - der indgår i beregningen af den regulatorisk fastsatte forrentningen i indtægtsrammereguleringen for elnetvirksomheder skal svare til reguleringsperiodens længde, altså fem år. Forsyningstilsynet vurderer for indtægtsrammereguleringen for Evida Nord A/S, at rentereguleringsperioden og løbetiden på den risikofrie rente skulle svare til reguleringsperiodens længde for de pågældende selskaber, hvilket også indebærer periodematching.

### 3. ESTIMATIONSPERIODE

Forsyningstilsynet fastsætter den risikofrie rente – der anvendes i beregningen den regulatorisk fastsatte WACC-sats for Evida Nord A/S – for reguleringsperioden, der starter januar 2023 som et gennemsnit af 3-måneders tilgængelige daglige observationer i nulkuponrenteserien for månederne juni-august 2022.

Forsyningstilsynet har i ovennævnte valg lagt vægt på, at den risikofrie rente skal afspejle den aktuelle markedsrente, men samtidig baseres på så mange observationer som muligt for at eliminere tilfældige dagsudsving i renten og give robuste resultater.

En yderligere fordel ved at anvende en sådan kort estimationsperiode for fastlæggelsen af den risikofrie rente, der indgår i forrentningen er, at man i vid udstrækning undgår de problemer med tidsinkonsistent regulering, der er ved anvendelse af lange estimationsperioder på f.eks. 5 eller 10 år, jf. Forsyningstilsynets (2022) WACC evaluering for uddybning heraf. Forsyningstilsynets valg af estimationsperiode flugter med WACC-ekspertgruppens anbefalinger herom.

WACC-ekspertgruppen anbefalede, at den risikofrie rente estimeres pr. ultimo august forud for den 5-årige reguleringsperiode som et gennemsnit af de seneste 3-måneders

tilgængelige daglige observationer i nul kuponrenteserien. Begrundelsen herfor var, jf. WACC-ekspertgruppens baggrundsrapport s. 36:

*"Tidspunktet for opgørelsen af den risikofrie rente begrundes i praktiske hensyn, idet regulator forud for en ny reguleringsperiode skal udmelde forrentningsrammer mv. for den kommende reguleringsperiode.*

*WACC'en kan derfor ikke baseres på den risikofrie rente i perioden lige op til en ny reguleringsperiode. Ekspertgruppen har lagt vægt på, at den risikofrie rente skal afspejle den aktuelle markedsrente, men samtidig baseres på så mange observationer som muligt for at eliminere tilfældige dagsudsving i renten og give robuste resultater. Den aktuelle markedsrente på statsobligationer afspejler markedets fremtidige forventninger omkring realrente- og inflationsusikkerhed, fremtidige rentesatser mv. og vil dermed være det mest aktuelle mål for en markedsbaseret risikofri rente. Nul kuponrenter baseret på statsobligationer udviser dog betydelige udsving på dags- og ugebasis, hvilket gør det uegnet at anvende data for kun en dag eller uge. Hertil kommer, at den risikofrie rente for en kommende reguleringsperiode vil blive fastsat 4 måneder forud for reguleringsperiodens start, hvormed anvendelse af en dags- eller ugerente under alle omstændigheder ikke afspejler den aktuelle markedsrente ved reguleringsperiodens start. Ekspertgruppen anbefaler derfor at anvende et 3-måneders gennemsnit af den 5-årige stats nul kuponrente til at estimere den risikofrie rente."*

#### 4. BEREGNING AF DEN RISIKOFRIE RENTE

Baseret på data fra Scanrate over daglige observationer af nul kuponrenterne for 4-årige løbetider for månederne juni, juli og august 2022 estimeres rentesatsen til 1,16%.

Det betyder, at gasdistributionsselskaberne får samme risikofri rente pga. samme længde på reguleringsperioden.

##### ii.) Markedsrisikopræmien

Markedsrisikopræmien udtrykker det forventede merafkast en egenkapitalinvestor vil kræve for at investere i markedsporteføljen frem for at investere i et risikofrit aktiv.

Markedsrisikopræmien indgår i beregningen af egenkapitalforrentningen. Jo højere (henholdsvis lavere) markedsrisikopræmien er, desto højere (henholdsvis lavere) bliver Cost of Equity satsen.

I dette afsnit er der redegjort for forskellige opgørelser af markedsrisikopræmien.

Der foretages et samlet skøn over markedsrisikopræmien, som skal anvendes for gasdistributionsselskaberne. Ved fastsættelse af markedsrisikopræmien vil vi tage reguleringsperioden og derved rentejusteringshyppighed i betragtning.

##### 1. OPGØRELSESMETODE FOR MARKEDSRISIKOPRÆMIEN

Vi bemærker, at evalueringen af WACC for elnetvirksomheder henviser til WACC-ekspertgruppen opgørelse af markedsrisikopræmien. Af WACC-ekspertgruppens rapport side 20-21 i Bilagskompendiet fremgår følgende:

*"Ekspertgruppens anbefaling til markedsrisikopræmien er baseret på et samlet skøn ved tre forskellige tilgange til fastsættelse af markedsrisikopræmien. Alle tre metoder anvendes i både regulatorisk sammenhæng og i videnskabelige artikler: 1) historisk merafkast på markedsporteføljen i forhold til den risikofrie rente, 2) markedsbaserede survey eller 3) beregning af en implicit markedsrisikopræmie.*

*Ekspertgruppen har i sit skøn og anbefaling taget højde for, at resultaterne af de tre metoder er behæftet med en vis grad af usikkerhed. Ekspertgruppen har i sit skøn for markedsrisikopræmien taget højde for, at det anbefales at anvende en 5-årig risikofri rente. Det bemærkes, at den markedsrisikopræmie, der estimeres ved brug af fx historisk merafkast, øges desto kortere løbetiden er for den risikofrie rente.”*

Forsyningstilsynet er enig i ovennævnte vurdering. Det betyder for gasdistributionsselskabernes vedkommende, at rentejusteringshyppigheden skal tages i betragtning ved fastsættelse af markedsrisikopræmien. For gasdistributionsselskaberne er rentejusteringshyppigheden 4-årig. Denne rentejusteringsperiode vil blive taget med i det samlede skøn over markedsrisikopræmien, der anvendes i beregningen af egenkapitalforrentningssatsen for gasdistributionsselskaberne. For gasdistributionsselskaberne vil der blive foretaget et samlet skøn, hvor resultaterne fra historisk merafkast, surveybaserede opgørelser og implicit markedsrisikopræmie indgår.

Forsyningstilsynet vurderer i WACC evalueringen (2022), at der fortsat skulle anvendes en markedsrisikopræmie på 5,5 pct., såfremt der anvendes en 5-årig reguleringsperiode og dermed en 5-årig risikofri rente. Forsyningstilsynet vurderer ligeledes, at 5,5 pct. er et rimeligt niveau for gasdistributionsselskaberne, jf. argumentationen nedenfor.

## 2. UDVIKLING I HISTORISK MERAFAKAST

Evalueringen anvendte et gennemsnit af de historiske merafkast, og Tabel 3 viser udviklingen i gennemsnittet af historiske merafkast. Anden kolonne viser merafkastet, som det så ud i evalueringen, mens tredje kolonne viser udviklingen, som den ser ud med ultimo 2021 niveauet tilføjet.

Det ses af tabellen, at det gennemsnitlige merafkast i forhold til kort risikofri rente er steget med 0,2 procentpoint fra 5,6 pct. til 5,8 pct. siden evalueringen. Det gennemsnitlige merafkast i forhold til lang risikofri rente er ligeledes steget med 0,2 procentpoint. Begge gennemsnit er påvirket af meget høje niveauer det seneste år af merafkast. Siden WACC-ekspertgruppens rapport er niveauet steget fra 5,0 pct. til 5,8 pct. for korte renteløbetider.

Som i evalueringen lægger vi meget beskeden vægt på merafkastet i forhold til lang risikofri rente i det samlede skøn over markedsrisikopræmien, da det er for løbetid over 10 år. Da reguleringsperioderne er på 4 år er merafkast sammenlignet med en kort risikofri rente den relevante.

---

### TABEL 3 | HISTORISK MERAFAKAST FOR DET DANSKE AKTIEMARKED (ARITMETISK GENNEMSNIT)

	1900-2021	1900-2020	1900-2014
Merafkast i forhold til kort risikofri rente (løbetid under 5 år og sandsynligvis under 1 år)	5,8 pct.	5,6 pct.	5,0 pct.
Merafkast i forhold til lang risikofri rente (løbetid over 10 år)	5,2 pct.	5,0 pct.	4,7 pct.

Kilde: DMS og Forsyningstilsynets (2022) afsnit om markedsrisikopræmien.

I evalueringen af WACC for elnetvirksomheder oplyses følgende om opgørelsesmetoden.

*"Kort risikofri rente opgøres ifølge de årlige Credit Suisse rapporter som "Treasury bills". Det fremgår ikke af rapporten, hvilken løbetid de anvendte danske treasury bills har haft igennem perioden 1900-2020. Det er typisk svært at finde ubrudte dataserier for korte renter fra samme kilde igennem 120 år. Ifølge WACC-ekspertgruppens rapport indeholder DMS' korte risikofri rente statsobligationer med løbetider under 5 år, hvilket fortsat vurderes at være korrekt. Meget taler for, at løbetiden er væsentligt kortere end 5 år på de danske treasury bills. Det finansielle servicefirma Morningstar, som vi har købt Credit Suisse' DMS-tal gennem, har oplyst, at deres "TBill returns are typically a 90 day maturity where they are available", hvilket også indikerer, at der er anvendt andre korte løbetider i delperioder, hvor en løbetid på 90 dage ikke har været tilgængelig. Ifølge Danmarks Nationalbanks definition er løbetiden på treasury bills højest 1 år."*

Kilde: Evalueringen af WACC for netvirksomheder – Forsyningstilsynet (2022)

### 3. UDVIKLING I IMPLICIT MARKEDSRISIKOPRÆMIE

Evalueringen og WACC-ekspertgruppen anvendte en markedsrisikopræmie fra investeringsbanken Carnegie. Carnegie estimerer en implicit markedsrisikopræmie baseret på oplysninger om det danske aktiemarked og deres udarbejdede vækstmodel. Der ligger en række antagelser i vækstmodellen, samt en antagelse om at anvende en 10-årig risikofri rente i beregningen.

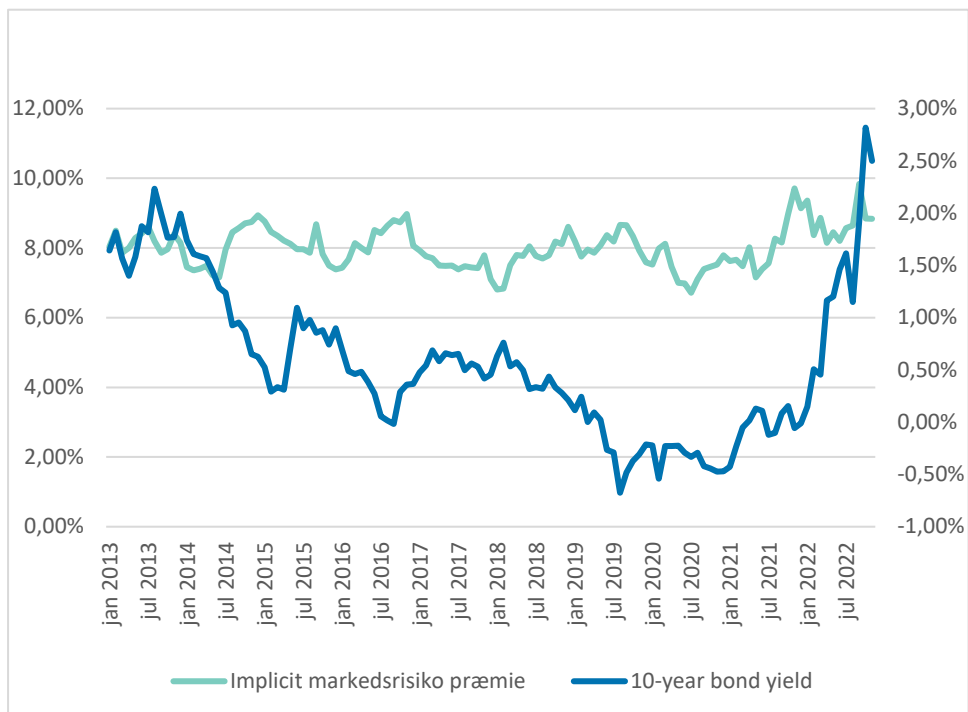
Om opgørelsen af implicit markedsrisikopræmie anførte WACC-ekspertgruppen bl.a., jf. side 48 i baggrundsrapporten, at:

*"Tilgangen giver en stor grad af aktualitet i estimatet for markedsrisikopræmien. Denne tilgang er dog, set i forhold til alternativerne, kompliceret at udføre og har lav grad af gennemsigtighed og indeholder stor usikkerhed om vækstraten i de fremtidige forventede betalingsstrømme. Metoden beror på en række antagelser om fremtidige betalingsstrømme, som i sagens natur er svære at forudsige og har stor betydning for modellens resultater. Dette betyder også, at den estimerede markedsrisikopræmie typisk varierer meget over tid."*

WACC-ekspertgruppen anførte, at styrken ligger i estimatets aktualitet, mens svaghederne er, at estimatet er følsomt, og at der kan være udsving i estimatet afhængigt af fastsættelsestidspunktet. Det ses af skønnet af WACC-ekspertgruppen og evalueringen af WACC på elnetvirksomheder, at der er blevet lagt beskeden vægt på estimatet for implicit markedsrisikopræmie.

Carnegies opgørelse indikerer en implicit markedsrisikopræmie for det danske aktiemarked november 2022 på 8,84 pct. Der ses fortsat at være store variationer i de markedsrisikopræmier, som estimeres ved Carnegies implicitte model.

**FIGUR 2 | UDVIKLING I IMPLICIT MARKEDSRISIKOPRÆMIE BEREGNET AF CARNEGIE**



Kilde: Carnegie

Note: Der henvises til WACC-ekspertgruppens udførlige metodebeskrivelse af den af Carnegie beregnede implicitte markedsrisikopræmie, jf. side 53-55 i baggrundsrapporten. Venstre akse er Implicit markedsrisiko præmie mens højre akse er 10 year bond yield.

Danmarks Nationalbank har i september 2021 udgivet en analyse baseret på en beregning af en implicit markedsrisikopræmie (ikke tabuleret). Estimatet er baseret på oplysninger om det danske aktiemarked og den af Danmarks Nationalbank udarbejdede vækstmodel og de antagelser, der ligger i denne vækstmodel, herunder anvendelsen af 10-årige statsobligationer i beregningsmodellen.

I denne model har den implicitte markedsrisikopræmie for det danske marked været nedadgående siden 2016. Markedsrisikopræmien var desuden mere end 2 procentpoint lavere end den af Carnegie estimerede markedsrisikopræmie ultimo august 2021, som er det seneste tidspunkt, vi har data fra Danmarks Nationalbank. Estimatet er 5,83 pct. pr. august 2021.

Forsyningstilsynet er enige i den vurdering af implicit markedsrisikopræmie opgørelser, som vi har citeret WACC-ekspertgruppen for overfor. Vi tillægger derfor de implicit markedsrisikopræmie opgørelser fra Carnegie og Nationalbanken beskeden vægt i fastlæggelsen af den markedsrisikopræmie, der skal indgå i beregningen af egenkapitalforrentningssatsen for gasdistributionsselskaberne.

#### 4. SURVEYUNDERSØGELSER AF MARKEDSRISIKOPRÆMIEN

WACC-ekspertgruppen og evalueringen af WACC for elnetvirksomheder valgte at inddrage survey undersøgelser foretaget af henholdsvis Fernandez et al. og PwC blandt danske aktører. Begge undersøgelser spørger specifikt ind til, hvilken forventning aktørerne har til markedsrisikopræmien, når de skal foretage værdiansættelser. Vi har derfor foretaget samme gennemgang med opdaterede data fra de to kilder for at opdatere markedsrisikopræmien estimeret ved markedsundersøgelse. Fernandez et al. har undersøgt markedsrisikopræmien ved at sende spørgeskema rundt til danske markedsaktører. Fernandez et al. spørger bl.a. professorer, analytikere og chefer for finansielle selskaber, som har anført deres forventninger til markedsrisikopræmien for det danske aktiemarked.

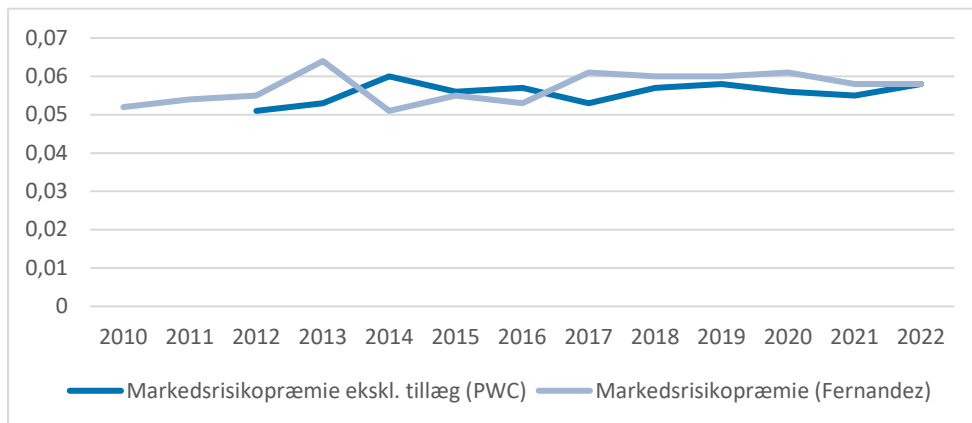
Ligeledes har PwC foretaget en markedsundersøgelse, hvor årligt ca. 21 respondenter, heriblandt værdiansættelses- og corporate finance-eksperter fra investeringsbanker, rådgiver og institutionelle investorer har anført, hvilken markedsrisikopræmie, de hver især anvender ved værdiansættelse.

WACC-ekspertgruppen bemærkede endvidere, at hverken PwC eller Fernandez et al. har specificeret, hvilken risikofri referencerente respondenterne skulle anvende. Dette fører således til inkonsistente beregninger, når resultaterne fra undersøgelsen sammenlignes, og der udregnes et gennemsnit på baggrund heraf, jf. WACC-ekspertgruppens baggrundsrapport s. 48:

*"Tilgangen giver en stor grad af aktualitet i estimatet af markedsrisikopræmien, da estimatet alene baserer sig på markedsaktørernes egne aktuelle vurderinger af markedsrisikopræmien. Ulempen er, at respondenternes opfattelse af markedsrisikopræmien er subjektive, og derfor er der ofte store variationer i respondenternes svar. Disse variationer kan bl.a. skyldes, at respondenterne ikke bruger samme risikofrie referencerente, hvilket også giver inkonsistente beregninger, når resultaterne fra rundspørgen sammenlignes. Derfor skal spørgsmålene til respondenterne være specificeret klart."*

Den surveybaserede opgørelse af markedsrisikopræmien er ifølge Fernandez et al. på 5,8 pct. i 2022. Det er det samme som for år 2021 som er referencepunktet i WACC (2022) evalueringen. Ifølge PwC er markedsrisikopræmien ligeledes på 5,8 pct. for 2022. Dette er en stigning på 0,3 pct. point i forhold til evalueringen som er baseret på 2021 tallet (jf. Figur 3 nedenfor).

**FIGUR 3 | UDVIKLING I SURVEYBASERET OPGØRELSE AF MARKEDSRISIKOPRÆMIEN**



Kilde: Forsyningstilsynets egne beregninger baseret på oplysninger fra Fernandez et al. og PwC.

PwC har siden sin markedsundersøgelse i 2012 spurgt ind til respondenternes opgørelse af markedsrisikopræmien inkl. og ekskl. tillæg. Tillæg til markedsrisikopræmien bruges af visse respondenter til at tage højde for, f.eks. lave og negative renter på de risikofri aktiver eller senest COVID-19 tillæg. Evalueringen og WACC-ekspertgruppen argumenterede for og anbefalede at bruge en markedsrisikopræmie uden tillæg, hvilket vi med samme begrundelser er enig i også skal være gældende i fastsættelsen af egenkapitalforrentningssatsen for gasdistributionsselskaberne.

## 5. SAMLET VURDERING AF MARKEDSRISIKOPRÆMIEN

I Tabel 4 nedenfor er opsummeret udviklingen i markedsrisikopræmien for de forskellige opgørelsesmetoder dels det aktuelle niveau og dels niveauet som refereret i (2022) evalueringen af WACC for elnetvirksomhederne.

Vi bemærker, at WACC-ekspertgruppen om sit samlede skøn for markedsrisikopræmien bl.a. anførte, jf. side 56 i Baggrundsrapporten, at:

*"Det er på baggrund af afvejninger mellem DMS, PwC, Fernandez et al. og Carnegies estimater for den danske markedsrisikopræmie, at ekspertgruppen anbefaler, at markedsrisikopræmie sættes til 5,5 pct. Ekspertgruppen finder, at niveauet på 5,5 pct. også afspejler de af følgegruppen frembragte inputs, materiale fra konsulentrapporter, erfaringer fra udvalgte europæiske regulatorer og ekspertgruppens egen viden og forståelse af det danske marked."*

**TABEL 4 | OVERSIGT OVER MARKEDSRISIKOPRÆMIE OPGØRELSE**

Metode	Kilde	Løbetid på den risikofri rente	Værdi af markedsrisikopræmien ud fra senest (pr. nov. 2022) tilgængelige data	Værdien af markedsrisikopræmien ved evalueringen	Værdien af markedsrisikopræmien ved evalueringen
Historisk merafkast	Dimson, March & Staunton	Kort risikofri rente (<5 år og sandsynligvis < 1 år)	5,8 pct.	5,6 pct.	5,0 pct.
	Dimson, March & Staunton	Lang risikofri rente (>5 år)	5,2 pct.	5,0 pct.	4,7 pct.
Surveybaserede opgørelser	PwC	Uspecificeret	5,8 pct.	5,5 pct.	5,6 pct.
	Fernandez	Uspecificeret	5,8 pct.	5,8 pct.	5,5 pct.
Implicit markedsrisikopræmie	Carnegie	10 år	8,8 pct.	8,2 pct.	7,3 pct.
	Danmarks Nationalbank	10 år	n.a.	5,8 pct.	6,5 pct.

Kilde: Forsyningstilsynets egen fremstilling baseret på oplysninger fra Evalueringen, Fernandez et al., PwC, Carnegie, Danmarks Nationalbank og DMS.

I overensstemmelse med ekspertgruppens anbefalinger tages der i vores skøn for markedsrisikopræmien højde for, at der anvendes risikofrie renter med forskellige løbetider. Som nævnt af ekspertgruppen, så øges markedsrisikopræmien, desto kortere løbetiden er for den risikofrie rente. Det skyldes, at jo kortere løbetid den risikofri rente har, desto lavere vil den risikofri rente typisk være, pga. den lavere renterisiko.

Metoden til fastlæggelse af markedsrisikopræmien for gasdistributionsselskaberne er, at vurdere om markedsrisikopræmien skønnes ændret siden evalueringen 1. februar 2022 for en 5-årig reguleringsperiode. Det vurderes derefter, om og givet fald hvordan, der skal korrigeres for den kortere løbetid på den risikofri rente for gasdistributionsselskaberne.

Forsyningstilsynet inddrager alle de i Tabel 4 viste opgørelser i vores samlede skøn, men lægger beskeden vægt på de af Carnegie og Danmarks Nationalbank (ikke tabuleret for 2022) beregnede implicitte markedsrisikopræmier. Dette skyldes, at der er stor variation i estimerterne og usikkerhed om holdbarheden af de bagvedliggende antagelser, jf. afsnittet ovenfor om udviklingen i implicit markedsrisikopræmie og også evalueringens og WACC-ekspertgruppens vurdering heraf. Både WACC-ekspertgruppen og evalueringen af WACC for elnetvirksomheder lagde beskeden vægt på implicitte markedsrisikopræmier.

Siden evalueringen, er den surveybaserede opgørelse af markedsrisikopræmien ifølge Fernandez et al. forblevet konstant på niveauet på 5,8 pct. Ifølge PwC er den surveybaserede opgørelse af markedsrisikopræmien ligeledes på 5,8 pct. i 2022 og dermed steget fra 5,5 pct. i 2021, hvor evalueringens data er fra.

**TABEL 5 | SAMLET SKØN OVER MARKEDSRISIKOPRÆMIEN VED EN 5-ÅRIG RISIKOFRI RENTE OG HVAD DER ER TIL-LAGT SÆRLIG VÆGT**

Metode	Kilde	Løbetid på den risikofri rente	Værdi af markedsrisikopræmien ud fra senest (pr. nov. 2022) tilgængelige data	Værdien af markedsrisikopræmien ved evalueringen	Værdien af Markedsrisikopræmien ved WACC-ekspertgruppen
Historisk merafkast	Dimson, March & Staunton	Kort risikofri rente (<5 år og sandsynligvis < 1 år)	5,8 pct.	5,6 pct.	5,0 pct.
DMS' 5,8 pct. er opgjort for en risikofri rente med løbetid under 5 år og sandsynligvis under 1 år. Det historiske merafkast er					
Surveybaserede opgørelser	PwC	Uspecificeret	5,8 pct.	5,5 pct.	5,6 pct.
	Fernandez et al.	Uspecificeret	5,8 pct.	5,8 pct.	5,5 pct.
Markedsrisikopræmien hos PwC er steget igen til 2019 niveauet efter fald tre år i træk					
Markedsrisikopræmien hos Fernandez et al faldt fra 2020 til 2021 men ligger stabilt mellem 2020 og 2021					
Forsyningstilsynets samlede skøn (ved 5-årig risikofri rente)			5,5 pct.	5,5 pct.	5,5 pct.

Kilde: Forsyningstilsynets egen fremstilling baseret på oplysninger fra Evalueringen, Fernandez et al., PwC, Carnegie, Danmarks Nationalbank og DMS.

Tabel 5 viser de opgørelser, der tillægges særlig vægt i forbindelse med fastsættelsen af markedsrisikopræmien. DMS' og PwC's opgørelser viser lidt højere markedsrisikopræmier, mens Fernandez et al. viser en konstant markedsrisikopræmie siden Forsyningstilsynets WACC evaluering fra februar 2022.

Siden WACC-ekspertgruppens rapport er DMS opgørelsen steget fra 5,0 pct. til 5,8 pct., mens PwC's opgørelse er steget fra 5,6 pct. til 5,8 pct. og Fernandez et al opgørelsen er steget fra 5,5 pct. til 5,8 pct.

DMS opgørelsen er præget af ekstraordinært høje afkast på aktiemarkedet i 2020 og 2021 i modsætning til årene 2017-19, hvor C25 indekset lå ret stabilt og uændret i niveau.

Det ses af figuren for de surveybaserede markedsrisikopræmieopgørelser, at både PwC's og Fernandez' estimat går lidt op og lidt ned fra år til år. Forsyningstilsynet vurderer, at der ikke er en klar tendens til et væsentligt anderledes eller væsentligt højere niveau for de surveybaserede markedsrisikopræmie opgørelser siden WACC-ekspertgruppens rapport. Det ses også, at der mellem PwC's og Fernandez' opgørelser for markedsrisikopræmien er forskelle i niveauet for markedsrisikopræmien det enkelte år og forskelle i om markedsrisikopræmien fra år til år skal stige eller falde. Det understøtter også, at der ikke er tale om en klar tendens til et væsentligt anderledes eller væsentligt højere niveau for markedsrisikopræmien siden WACC-ekspertgruppens rapport.

Det kan endvidere bemærkes, at der generelt blandt økonomer og i den økonomiske litteratur er stor usikkerhed om og uenighed om niveauet for markedsrisikopræmien.

Samlet set er det derfor Forsyningstilsynets vurdering på baggrund af de opgørelser, der tillægges vægt i vores skøn over markedsrisikopræmien, at der ikke er grundlag for at ændre ekspertgruppens (2016) og Forsyningstilsynets (2022) vurdering af, at markedsrisikopræmien bør sættes til 5,5 pct. for en risikofri rente med 5-årig løbetid ved beregning af en regulatorisk fastsat forrentningssats.

For at fastsætte markedsrisikopræmien for gasdistributionsselskaberne er det efter Forsyningstilsynets vurdering rimeligt og sagligt at inddrage forskellen i risikofri rente mellem 5-årige risikofri renter og 4-årige risikofri renter, jf. argumentationen herfor tidligere i dette notat. Dette spread er gengivet i Tabel 6.

#### TABEL 6 | SPREAD MELLEM 5-ÅRIG NULKUPONRENTE OG REGULERINGSPERIODEN FOR GASDISTRIBUTIONSSLELSKABERNE

Tabel 5 (Tabel i pct. point)	Juni-aug 2022	Juni-aug 2018-2022	Juni-aug 2010-2022
Spread mellem 5- og 4-årig dansk nulkuponrente	0,11	0,08	0,15

Kilde: Egne beregninger baseret på Scanrate

Mellem 5-årige og 4-årige løbetider viser række to et relativt lille spread på 0,11 pct.-point for juni-august 2022. Dette spread er 0,08 pct.-point set over de seneste fem år, mens det siden 2010 er på 0,15 pct.-point.

Det vurderes, at der er tale om beskedne spreads, og givet den usikkerhed der generelt er ved fastsættelse af markedsrisikopræmier ved beregning af en regulatorisk fastsat forrentningssats, vurderes det samlet set rimeligt og sagligt at fastholde en markedsrisikopræmie på 5,5 pct. ved en 4-årig reguleringsperiode.

Det betyder følgende: I beregningen af forrentningssatsen for gasdistributionsselskaberne fastsættes markedsrisikopræmien til 5,5 pct.

#### *Partshøringssvar fra Evida Nord A/S vedr. markedsrisikopræmien*

Evida Nord A/S har i sit partshøringssvar anført følgende i forhold til den af Forsyningstilsynets fastsatte markedsrisikopræmie på 5,5 pct.:

#### *"Markedsrisikopræmie*

*I beregningen af den samlede forrentningssats indgår "Markedsrisikopræmie" med 5,50%. Evida mener markedsrisikopræmien skal indgå i beregningen med 6,0%, svarende til seneste afgørelse vedrørende perioden 2022-2025 fremsendt ultimo 2021. I forhold til den seneste afgørelse peger parametrene, som indgår i fastsættelsen af markedsrisikopræmien, på en stigende præmie, frem for en sænkning.*

*Nedenstående tre elementer indgår alle i udkast til afgørelsen og er alle stigende:*

- Den historiske markedsrisikopræmie er steget med 0,2%-point
- Den implicite markedsrisikopræmie er steget fra 8,2% til 8,84%
- Den survey baserede markedsrisikopræmie er steget 0,3%-point for den ene aktør og fastholdt for den anden aktør

Forsyningstilsynet (FST) skriver i udkast til afgørelsen, at der er stor usikkerhed og uenighed om niveauet af markedsrisikopræmien. Når elementerne i fastsættelsen af risikopræmien således alle peger på en stigende rente/præmie, men den modsatvis sænkes, ses der ikke i udkast til afgørelsen et objektivt grundlag herfor.

At der er usikkerhed og uenighed om niveauet, bør ikke påvirke behandlingen af Evidas forrentnings-sats, da det er FST der står for beregningen hver gang og FSTs behandling må forventes at være ensartet fra gang til gang.

Usikkerheden er således mindre i udkast til afgørelse end i den seneste afgørelse, da de anvendte parametre alle peger mod en stigende rente, hvorfor markedsrisikopræmien bør ændres fra 5,5% til 6,0% tilsvarende seneste afgørelse.”

#### *Forsyningstilsynets bemærkninger hertil*

Markedsrisikopræmien er ikke et selskabsspecifikt risikotillæg men er afhængigt af markedet. Derfor er Forsyningstilsynets tilgang, at der tages udgangspunkt i ekspertgruppens anbefalinger fra WACC rapporten. Derudover tages der udgangspunkt i evalueringen af WACC for elnetvirksomhederne fra februar 2022. Siden evalueringen er det blevet vurderet, om der har været en udvikling i markedsrisikopræmien ud fra primært tre metoder som er beskrevet i nærværende afgørelse.

Der skal tages højde for forskelle i løbetiden på den risikofrie rente ved fastsættelse af markedsrisikopræmien og dette er ligeledes beskrevet i afgørelsen for Evida Nord A/S.

Som Evida Nord A/S anfører i deres hørings svar, er der sket en mindre stigning i de tre estimater der primært lægges vægt på siden evalueringen af elnetvirksomhederne. Dette har dog ikke givet anledning til, at markedsrisikopræmien skønnes steget strukturelt for 5-årige reguleringsperioder, som ligger til grund for elnetvirksomhederne.

Derudover skønnes rentespændet mellem renter med 5-årige og 4-årige løbetider ikke at være stort nok til en justering af Evida Nord A/S markedsrisikopræmie i forhold til elnetvirksomhedernes markedsrisikopræmie. Rentespændet er gengivet i jf. Tabel 6 ovenfor.

Udgangspunktet for Forsyningstilsynets afgørelse for Evida Nord A/S er derfor ovenstående argumentation ud fra WACC-ekspertgruppens rapport, Evalueringen for elnetvirksomhederne februar 2022 og en vurdering af udviklingen siden evalueringen ud fra nye skøn for markedsrisikopræmien og renteutviklingen.

Forsyningstilsynet fastholder derfor skønnet på 5,5% for Markedsrisikopræmien ved 4-årige reguleringsperioder, som er tilfældet for Evida Nord A/S.

Implikationen af ovenstående vurdering er, at den tidligere markedsrisikopræmie fastsat for Evida Nord A/S ville være vurderet anderledes i dag.

### iii.) Gældsrisikopræmien

Gældsrisikopræmien opgøres som summen af en kreditrisikopræmie og et tillæg for gebyrer for udstedelse af lån og andre engangsomkostninger. Gældsrisikopræmien indgår i beregningen af fremmedkapitalomkostningen, der er summen af henholdsvis den risikofrie rente og gældsrisikopræmien, jf. nedenstående Ligning 8:

---

#### LIGNING 8 | FREMMEDKAPITALOMKOSTNING (COST OF DEBT)

$$r_D = r_E + DRP$$

Hvor:

$r_D$ : er fremmedkapitalomkostningen

$r_E$ : er den risikofrie rente

$DRP$ : er gældsrisikopræmien

Fremmedkapitalomkostningerne anvendes sammen med egenkapitalomkostningen til at beregne WACC, som anført under Tabel 1 ovenfor.

Det bemærkes, at gældsrisikopræmien og kreditrisikopræmien er to særskilte begreber:

- **Kreditrisikopræmien** er forskellen mellem den effektive rente på et indeks af virksomhedsobligationer og den effektive rente på statsobligationer med samme løbetid og målt i samme valuta.
- **Gældsrisikopræmien** er summen af kreditrisikopræmien og tillægget for gebyrer for udstedelse af lån og andre engangsomkostninger.

Metoden til fastsættelse af gældsrisikopræmien vurderes i forhold til WACC evalueringen for elnetvirksomheder, februar 2022 og WACC ekspertgruppens vurderinger.

For elnetvirksomhederne fastlægges fremmedkapitalomkostningen, herunder gældsrisikopræmien, efter bestemmelserne i § 7 i Bekendtgørelse nr. 1595 af den 18. december 2017 om forrentningssats for netvirksomheders fremadrettede forrentningsgrundlag (herefter forrentningsbekendtgørelsen). Bestemmelsen er sålydende:

"§7. Ved fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen, jf. § 5, nr. 2, anvendes en risikofri rente beregnet efter § 6, stk. 1, nr. 1, og en gældsrisikopræmie.

Stk. 2. Gældsrisikopræmien fastsættes som summen af en kreditrisikopræmie og et tillæg for gebyrer for udstedelse af lån og andre engangsomkostninger, som indgår med følgende værdier:

1) Kreditrisikopræmien opgøres pr. 31. august året før påbegyndelse af en reguleringsperiode som forskellen mellem den effektive rente på et indeks af virksomhedsobligationer og den effektive rente på statsobligationer med samme løbetid og målt i samme valuta.

2) Tillægget for gebyrer for udstedelse af lån og andre engangsomkostninger fastsættes til 0,08 procentpoint.

Stk. 3. Som indeks af virksomhedsobligationer i stk. 2, nr. 1, anvendes et gennemsnit over de på opgørelsestidspunktet seneste 3 måneders tilgængelige data for kreditrisikopræmien på J. P. Morgans Maggie Utilities obligationsindeks for forsyningselskaber med en kreditrating på A og BBB (S & P Ratings)

med over 10 års løbetid. Er J. P. Morgans Maggie Utilities ikke tilgængeligt, anvendes et tilsvarende indeks.

Stk. 4. Ved fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen anvendes formel 5 i bilag 1.”<sup>5</sup>  
(Forsyningstilsynets understregning)

Hovedkonklusionerne i nærværende afsnit vedr. fastsættelse af gældsrisikopræmien er opsummeret nedenfor, jf. Boks 2 nedenfor.

---

## BOKS 2 | HOVEDKONKLUSIONER

- 1) Løbetid på virksomhedsobligationer:** Forsyningstilsynet fastsætter, at der som for el-distributionsvirksomheder anvendes JP Morgan rente-spread mellem forsyningsvirksomheders obligationsudstedelser med en løbetid på over 10 år og statsobligationer med samme løbetid til at beregne kreditrisikopræmien.
- 2) Udvikling i virksomhedsobligationer:** Forsyningstilsynet fastsætter, at kreditrisiko-præmien fastsættes som den effektive rente på et indeks af BBB-ratede virksomheds-obligationer minus den effektive rente på statsobligationer med samme løbetid.
- 3) Tillæg for engangsomkostninger:** Forsyningstilsynet fastsætter, at engangsomkostningerne ved lånoptagelse opgøres til 8 basispoint for amortisering af gebyrer for udstedelse af lån og øvrige engangsomkostninger.

---

### 1. LØBETID PÅ VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

WACC-ekspertgruppen anbefalede i deres rapport at anvende JP Morgan rente-spread mellem forsyningsvirksomheders obligationsudstedelser med en løbetid på over 10 år og statsobligationer med samme løbetid til at beregne kreditrisikopræmien.

WACC-ekspertgruppen vurderede, at antagelsen om løbetid og rentetilpasningsperioden på elnetvirksomhedernes lån bør baseres på, hvad en rationel investor vil gøre under den nye regulering. WACC-ekspertgruppen inddrog derfor ikke elnetvirksomhedernes historiske lånoptagning under den tidligere regulering i ræsonnementerne for fastlæggelsen af løbetider, jf. nedenstående citat:

*”Ekspertgruppen finder desuden, at antagelserne om løbetid og rentetilpasningsperiode på netvirksomhedernes lån bør baseres på, hvad en rationel investor vil gøre under den nye regulering. Ræsonnementerne bør derfor ikke inddrage netvirksomhedernes historiske lånoptagning under den tidligere regulering. Netvirksomhedernes historiske investeringer under den nuværende regulering forrentes med en historisk forrentningssats, og vil derfor ikke blive påvirket af WACC'en.”*  
(Forsyningstilsynets understregning)<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Forsyningstilsynet bemærker, at ”formel 5 i bilag 1” er identisk med Ligning 8

<sup>6</sup> Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 61

I forhold til valg af løbetid på den risikofrie rente og løbetid på virksomhedsobligationer, der bør indgå i beregning af den regulatorisk fastsatte WACC, havde WACC-ekspertgruppen følgende bemærkning:

*"Ud fra en teoretisk betragtning vil det være mest konsistent, at fastlægge kreditrisikopræmien på baggrund af virksomhedsobligationer med en varighed på 5 år, da ekspertgruppen anbefaler at bruge en 5-årig nul kuponrente baseret på statsobligationer som risikofri rente. Ekspertgruppen anbefaler imidlertid, at anvende en kreditrisikopræmie baseret på forskellen mellem den effektive rente på virksomhedsobligationer med ca. 10 års løbetid og renten på statsobligationer med samme løbetid. Dette begrundes i, at netvirksomhederne har et incitament til at optage fremmedkapitalfinansiering med en længere løbetid end 5 år af hensyn til refinansieringsrisiko."*<sup>7</sup>

Forsyningstilsynet er enig i WACC-ekspertgruppens begrundelse for at anbefale at anvende en kreditrisikopræmie baseret på forskellen mellem den effektive rente på virksomhedsobligationer med ca. ti års løbetid og renten på statsobligationer med samme løbetid.

Forsyningstilsynet bemærker, at anbefalingen om at anvende risikofri rente med 5 års løbetid ikke indebærer en antagelse om, at netvirksomheder kun optager lån med fem eller løbetid. WACC-ekspertgruppen bemærkede i baggrundsrapporten at:

*"Der er argumenter for, at man ved at anvende en risikofri rente med en løbetid svarende til reguleringsperiodens længde kan tvinge netvirksomhederne ud i at optage lån med en løbetid på 5 år. Det tilgodeser ikke nødvendigvis hensyn til refinansieringsrisiko mv. Ekspertgruppen finder imidlertid ikke, at der er en sammenhæng mellem lånets løbetid og rentejusteringshyppigheden. Man kan således godt optage eksempelvis 30-årige lån, hvor lånerenten justeres hvert 5. år, og hvor virksomheden således ikke skal refinansiere hele fremmedkapitalfinansieringen hvert 5. år."*<sup>8</sup>

og

*"Flere af følgegruppens medlemmer har afgivet kommentarer om, at netvirksomhederne vil vælge en løbetid på deres fremmedkapital på over 5 år, og i SFG Consultings rapport argumenteres ligeledes for, at netvirksomhederne af hensyn til refinansieringsrisiko har incitament til at optage lån med længere løbetid end 5 år. Ekspertgruppen anerkender, at netvirksomhederne på grund af refinansieringsrisiko har behov for at optage lån med en længere løbetid end 5 år, men med 5-årig renteperiode, idet netvirksomhederne som tidligere nævnt har incitament til at optage lån med en rentejusteringshyppighed på 5 år, når den regulatoriske WACC justeres hvert femte år."*<sup>9</sup>

Forsyningstilsynet er enig med WACC-ekspertgruppen i, at det er rimeligt at antage, at virksomhederne har incitament til at vælge lån med en rentejusteringshastighed på fem år, når den regulatoriske WACC justeres hvert femte år. Dette forhindrer ikke virksomhederne i at optage lån med længere løbetid end fem år. Det kan sammenlignes med husholdninger, der har mulighed for at optage realkreditlån med 30 års løbetid, men med forskellige rentejusteringshyppigheder (f.eks. fem eller ti år, eller fastforrentet).

---

<sup>7</sup> Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 61

<sup>8</sup> Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 34

<sup>9</sup> Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 61

Forsyningstilsynet vurderer samlet set, at der ikke er behov for at justere løbetiden på virksomhedsobligationerne eller løbetiden for den risikofrie rente, der anvendes til at beregne fremmedkapitalomkostningerne.

## 2. UDVIKLING I VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER

Ved fastsættelse af kreditrisikopræmien i WACC'en skal Forsyningstilsynet på el-distributionsområdet ifølge bekendtgørelsen anvende den effektive rente på et indeks af A- og BBB-ratede virksomhedsobligationers minus den effektive rente på statsobligationer med samme løbetid, jf. § 7, stk. 2, i forrentningsbekendtgørelsen.

Indekset for A- og BBB har varieret mellem 100 og 200 basispoint siden 2015. I januar 2022 ligger indekset ca. 120 basispoint. Udviklingen i den effektive rente på et indeks af A- og BBB-ratede virksomhedsobligationer er gengivet i Figur 4 nedenfor.

Forsyningstilsynet bemærker, at der i 2020 og 2021 har været perioder, hvor indekset for A-ratede virksomhedsobligationer har indeholdt værdipapirer, som ikke har været handlet på de finansielle markeder. Derfor opstår der huller i kurven for A-ratede virksomhedsobligationer i Figur 4. Der er altså ikke tale om, at A og BBB-ratede virksomhedsobligationer overlapper i 2020 og 2021.

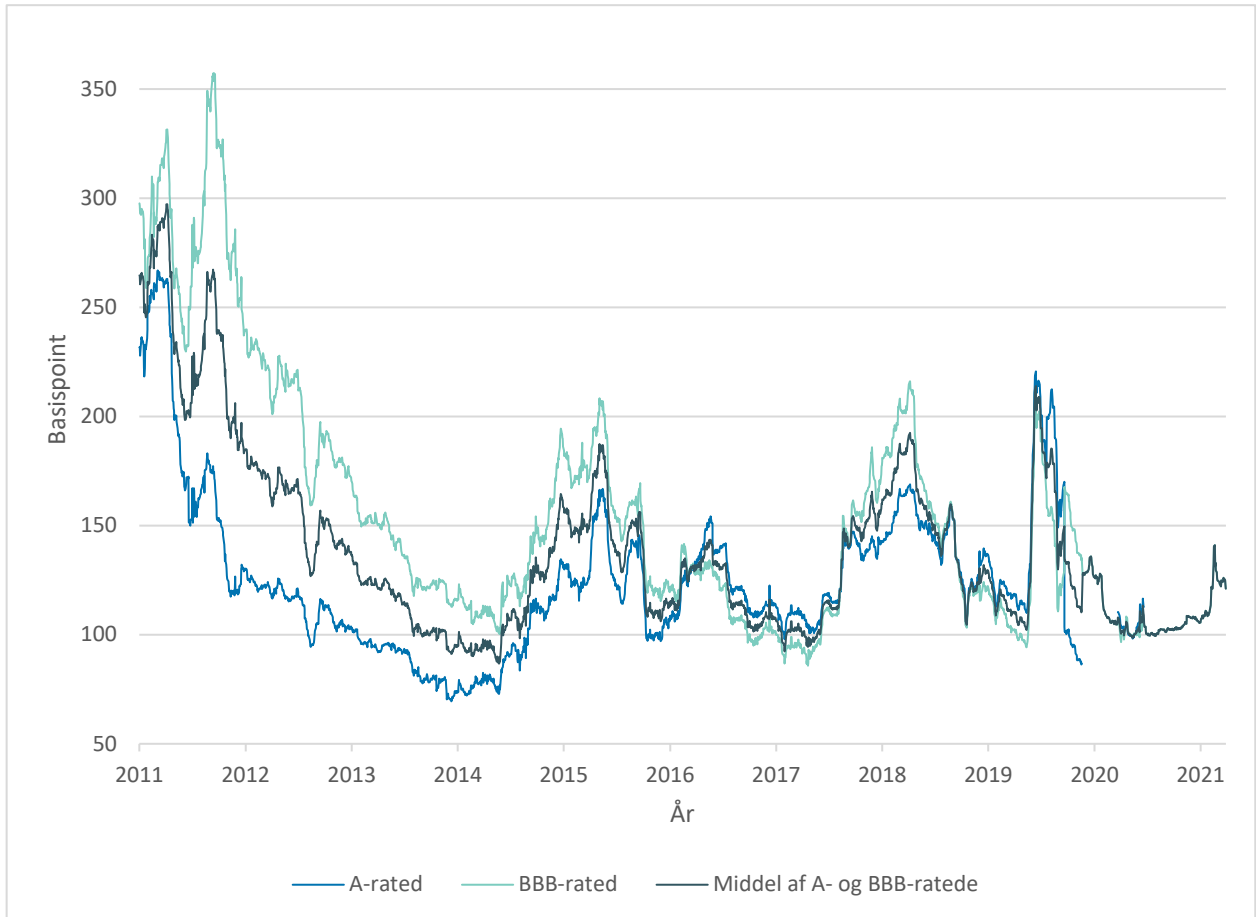
Det fremgår af forrentningsbekendtgørelsen på el-distributionsområdet, at der skal anvendes et tilsvarende indeks, hvis J. P. Morgans Maggie Utilities ikke tilgængeligt.

I Forsyningstilsynets evaluering af WACC for elnetvirksomheder (og som følge af ovenstående) skrives følgende:

*"Såfremt der i fremtiden ikke er tilgængeligt indeks for A-ratede virksomheder, vurderer forsyningstilsynet, at gældsrisikopræmien kan estimeres på baggrund af et indeks BBB-ratede ratede virksomheder alene. Det skyldes, at A- og BBB-ratede virksomhedsobligationer generelt har lagt relativt tæt i perioden fra 2016 og frem. Udviklingstendenserne for de to indeks har desuden været relativt parallel i hele perioden. En kreditrisikopræmie alene beregnet på baggrund af et BBB-rated indeks vurderes derfor at have en begrænset effekt på den samlede fremmedkapitalomkostning, og den eventuelle effekt ikke vil være til ulempe for netvirksomhederne."*

Det vurderes pga. manglende data i A-ratede obligationsserier, at der for gasdistributionselskaberne kan anvendes BBB-ratede obligationsindeks.

FIGUR 4 | UDVIKLING I BBB- OG A-RATED VIRKSOMHEDSOBLIGATIONER



Kilde: Forsyningstilsynets egen fremstilling baseret på data fra Thomson Reuters Eikon.

Note 1: Grafen viser udviklingen i J.P. Morgan Maggie utilities A og BBB 10+Y - Govt Spread

Note 2: I årene 2020 og 2021 er der dage uden observationer, derfor er der 'hul' i den blå kurve. Der er altså ikke tale om, at de to kurver er sammenfaldende. I 2020 manglede der observationer i 87 ud af i alt 262 dage svarende til ca. 1/3 af perioden. I 2021 manglede der observationer i 201 ud af i alt 261 dage svarende til ca. 3/4 af perioden. I alt manglede der 288 observationer ud af 2672 dage svarende til ca. 10 pct. af den samlede dataperiode i figuren.

Note 3: Dataperiode fra 12. oktober 2011 til og med 6. januar 2022.

### 3. TILLÆG FOR ENGANGSOMKOSTNINGER

WACC-ekspertgruppen anbefalede et tillæg til kreditrisikopræmien for amortisering af gebyrer for udstedelse af lån og øvrige engangsomkostninger på 8 basispoint p.a. WACC-ekspertgruppen vurderede at engangsomkostningerne ved at optage lån lå i spændet fra nul til 1,5 pct. af hovedstolen, svarende til et gennemsnit på 0,75 pct. af hovedstolen. WACC-ekspertgruppen vurderede derfor, at det var rimeligt at antage, at netvirksomhedernes engangsomkostninger ved obligationsudstedelse var på 75 basispoint. Herfra beregnede WACC-ekspertgruppen det årlige tillæg således:

*"Da engangsomkostningerne ved refinansiering skal ses i sammenhæng med, hvor ofte virksomhederne antages at refinansiere sig, tages der udgangspunkt i en løbetid for netvirksomhedernes fremmedkaptalfinansiering på 10 år. Det vil sige, at et tillæg til kreditrisikopræmien på 75 basispoint skal fordeles over en 10-årig periode hvilket resulterer i et årligt tillæg på 8 basispoint."*<sup>10</sup>

En nærmere gennemgang af WACC-ekspertgruppens estimering af et tillæg for engangsomkostninger ved udstedelse af lån fremgår nedenfor af Boks 3.

---

### BOKS 3 | BAGGRUND FOR TILLÆG FOR AMORTISERING AF GEBYRER FOR USTEDELSE AF LÅN OG ØVRIGE ENGANGSOMKOSTNINGER

WACC-ekspertgruppen estimerede de gennemsnitlige engangsomkostninger for netvirksomhederne ved låneoptagelse ud fra følgende forhold:

- Ved optagelse af realkreditlån, er afgiften for tinglysning af pant i fast ejendom 1.660 kr. i 2015 plus 1,5 pct. af det pantsikrede beløb. Derudover vil der være et lånesagsgebyr, der typisk beløber sig til 2.000-4.000 kr.
- Ved optagelse af lån hos eksempelvis KommuneKredit, enten som aftalelån eller obligationslån, vil engangsomkostninger være betydeligt lavere end realkreditlån. Ofte vil engangsomkostningerne her være ikke eksisterende.
- *"Ifølge Dansk Energi har udstedelse af virksomhedsobligationer en udstedelsesomkostning til bankerne, advokaterne og egen administration mv. på mellem 50 og 75 basispoint afhængigt af størrelsen på udstedelsesbeløbet. Denne omkostning vil forekomme ved hver gældsudstedelse."* (Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 66)

Nærmere regler for afgifter ved tinglysning af pant i fast ejendom findes i LBK nr. 843 af 09/08/2019, Bekendtgørelse af lov om afgift af tinglysning af ejer- og panterettigheder m.v. (tinglysningsafgiftsloven).

---

Forsyningstilsynet er ikke bekendt med, at der er sket væsentlige ændringer i de, som WACC-ekspertgruppen estimerede tillægget for engangsomkostninger ud fra, der kunne tale for at justere i tillæggets størrelse. Forsyningstilsynet vurderer derfor at, at tillægget på 8 basispoint ikke bør justeres for gasdistributionsselskaberne.

Forsyningstilsynet bemærker desuden, at det ikke er almindelig praksis at kompensere for engangsomkostninger ved obligationsudstedelse blandt de regulatoriske myndigheder. Forsyningstilsynet er kun bekendt med, at den regulerende myndighed i Nederlandene anvender et tillæg for gebyrer for udstedelse af lån og øvrige engangsomkostninger på 15 basispoint.

---

<sup>10</sup> Baggrundsrapport – Forrentning af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), s. 66

#### 4. FASTSÆTTELSE AF GÆLDSRISIKOPRÆMIEN FOR GASDISTRIBUTIONS- SELSKABER

På basis af ovenstående vurderinger fastsættes gældsrisikopræmien som følger: Gennemsnittet af observationerne af kreditrisikopræmien for perioden juni – august 2022, som afrundet giver 2,19 pct. plus et tillæg på 0,08, hvilket giver en gældsrisikopræmie på 2,27 pct. Det fastsættes derfor som niveauet for gasdistributionsselskaberne.

### 3. DEN FASTSATTE WACC- FORRENTNINGEN FOR PERIODEN 2023-2026

Samlet set er det Forsyningstilsynets vurdering, at forrentningssatsen skal fastsættes til 5,67 pct. for første reguleringsperiode, jf. Tabel 7 **Fejl! Henvisningskilde ikke fundet.** nedenfor.

TABEL 7 | WACC FOR DEN FØRSTE REGULERINGSPERIODE 2023-2026

Risikofri rente (pct.)	1,16
Markedsrisikopræmie (pct.)	5,50
Beta aktiv	0,40*
Fremmedkapitalandel	0,70*
Marginale skattesats (pct.)	22,00*
Gældsrisikopræmie (pct.)	2,27
Beta egenkapital <sup>(1)</sup>	1,33*
Cost of Equity (pct.) <sup>(3)</sup>	10,89
Efter-skat CoE (pct.) <sup>(2)</sup>	8,49
Cost of Debt (pct.) <sup>(4)</sup>	3,43
Efter-skat CoD (pct.) <sup>(5)</sup>	2,68
<b>Nominal WACC - efter skat (pct.) <sup>(6)</sup></b>	<b>4,42</b>
<b>Nominal WACC - før skat (pct.) <sup>(7)</sup></b>	<b>5,67</b>

Kilde: Forsyningstilsynet, 2021

\*Note: Uændret i forhold til den oprindelige afgørelse.

Note: De konjunkturpåvirkelige parametre er anført i kursiv.

$$(1) 0,40 * (1 + (0,7 / (1 - 0,7))) = 1,33$$

$$(2) 1,16 + 1,33 * 5,50 = 8,49$$

$$(3) 8,49 / (1 - (22,00 / 100)) = 10,89$$

$$(4) 1,16 + 2,27 = 3,43$$

$$(5) 3,43 * (1 - (22,00 / 100)) = 2,68$$

$$(6) 2,68 * 0,70 + 8,49 * (1 - 0,70) = 4,42$$

$$(7) 3,43 * 0,70 + 10,89 * (1 - 0,70) = 5,67$$

Forsyningstilsynet træffer således afgørelse om at fastsætte forrentningssatsen i medfør af § 19, stk. 1, i indtægtsrammebekendtgørelsen til 5,67 pct. for første reguleringsperiode 2023-2026.

## OFFENTLIGGØRELSE

I henhold til § 42 b, stk. 1, i lov om gasforsyning, offentliggøres Forsyningstilsynets afgørelse på Forsyningstilsynets hjemmeside.

## KLAGEVEJLEDNING

Eventuel klage over denne afgørelse kan indbringes for Energiklagenævnet, jf. § 51 i lovbkg. nr. 126/2020 om naturgasforsyning. Klagen skal være skriftlig og være indgivet inden 4 uger efter, at Forsyningstilsynets afgørelse er meddelt.

Klagen indgives til:

Energiklagenævnet  
Nævnenes Hus  
Toldboden 2  
8800 Viborg  
Tlf.: 72 40 56 00  
E-mail: [ekn@naevneneshus.dk](mailto:ekn@naevneneshus.dk)

Energiklagenævnets kontortid kan have betydning for, om klagen er indgivet i rette tid. Nærmere information om klagefristen, hvem der kan klage (klageberettiget) og nævnets klagebehandling fremgår af Energiklagenævnets hjemmeside [www.ekn.dk](http://www.ekn.dk).

Med venlig hilsen

Lauge Andréa Nobili  
Chefkonsulent  
Tlf. 51710041  
[lara@forsyningstilsynet.dk](mailto:lara@forsyningstilsynet.dk)