



Bratislava, 06.07.2022

Vyhodnotenie verejnej diskusie k návrhu spôsobu výpočtu hodnoty miery výnosnosti regulačnej bázy aktív (WACC) na 6. regulačné obdobie (2023 – 2027)

Začiatok verejnej diskusie:	17. jún 2022
Ukončenie verejnej diskusie:	27. jún 2022
Forma verejnej diskusie:	(a) zverejnenie návrhu výpočtu WACC na webe úradu (b) možnosť pre regulované subjekty a širokú verejnosť zaslať odpovede na zadefinované rámcové otázky ale aj nad rámec zadefinovaných otázok
Počet zúčastnených subjektov:	10 subjektov, z nich 8 boli zástupcovia dotknutých regulovaných subjektov; prevádzkovateľov infraštruktúry v elektroenergetike, plynárenstve a vodohospodárstve, okrem nich MŽP SR a NBS.
Využitie záverov konzultácie:	Úrad závery konzultácie v primeranej miere zohľadní pri príprave návrhov vyhlášok, ktorými sa ustanovuje cenová regulácia pre 6. regulačné obdobie 2023-2027

Všeobecné vyhodnotenie verejnej diskusie

Zámerom úradu je ustanoviť spôsob výpočtu WACC pre 6. regulačné obdobie, ktorý bude transparentný, nediskriminačný a predvídateľný. Súčasne je zámerom pristupovať k stanoveniu nominálnych hodnôt WACC pre jednotlivé sieťové odvetvia rovnakým spôsobom, tzn. aplikáciou univerzálneho metodického prístupu.

V tomto duchu sa úrad obrátil na regulované subjekty a širšiu odbornú verejnosť formou otvorenia verejnej diskusie, ktorej cieľom bolo získať stanoviská a pripomienky jednotlivých subjektov k prvotnému návrhu úradu, ktorý bol prezentovaný na jeho webovom sídle.

Výsledkom verejnej diskusie bolo zozbieranie zdôvodnených pripomienok a námetov, ktoré úrad zohľadní pri finalizácii návrhov vyhlášok, ktorými sa ustanoví cenová regulácia v jednotlivých sieťových odvetviach v 6. regulačnom období (cenové vyhlášky).

Verejná diskusia bola dobrovoľnou a právne nezáväznou formou verejnej konzultácie. V prípade, ak regulované subjekty uplatnia pripomienky v štandardnom legislatívnom procese prípravy cenových vyhlášok, úrad sa nimi bude zaoberať a v závislosti od vyhodnotenia ich môže primeraným spôsobom zapracovať.

Univerzálny metodický prístup, ktorým úrad po verejnej diskusii pristúpi v rámci procesu finalizácie návrhov cenových vyhlášok k formulácii príslušných ustanovení a spôsobe určenia WACC pre 6. regulačné obdobie, je nasledovný:

Parameter vstupujúci do výpočtu WACC	Metodický prístup k stanoveniu hodnoty parametra
Bezriziková miera výnosu	Aritmetický priemer denných hodnôt výnosov do splatnosti 10 ročných vládnych dlhopisov, pri výpočte sa zohľadní referenčné obdobie posledných ucelených 10 kalendárnych rokov; zdroj: NBS https://nbs.sk/statisticke-udaie/financne-trhy/urokove-sadzby/dlhodobe-urokove-sadzby/
Náklady cudzieho kapitálu	Aritmetický priemer úrokových mier zo stavu úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam s dohodnutou dobou splatnosti nad 5 rokov, pri výpočte sa zohľadní referenčné obdobie posledných ucelených 10 kalendárnych rokov; zdroj: NBS https://nbs.sk/statisticke-udaie/financne-institucie/banky/statisticke-a-analyticke-prehlady/urokova-statistika/bankova-urokova-statistika-uvery/
Koeficient nezadĺžená β	Zdroj: Prof. Aswath Damodaran https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ Pre určenie koeficientu nezadĺžená β (Levered and Unlevered Betas by Industry – Europe) sú zvolené referenčné skupiny (peer-group), ktoré reprezentujú verejne obchodovateľné spoločnosti z energetického sektora a vodárenstva v Európe, nasledovne: <i>Elektroenergetika</i> – aritmetický priemer hodnôt peer group: Power a Utility (General); <i>Plynárenstvo</i> - aritmetický priemer hodnôt peer group: Oil/Gas Distribution, a Utility (General); <i>Vodné hospodárstvo</i> - aritmetický priemer hodnôt peer group: Utility (General) a Utility (Water).
Trhová riziková prirážka (MRP)	Súčet rizikovej prémie Equity Risk Premium US + Country Risk Premium SK; zdroj: Prof. Aswath Damodaran https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
T – daňová sadzba	Sadzba dane z príjmu právnických osôb určená všeobecne záväzným právnym predpisom v Slovenskej republike.
Podiely vlastného a cudzieho kapitálu k celkovému kapitálu	Určené ÚRSO-m vo výške 60 % cudzieho kapitálu a 40 % vlastného kapitálu.

Podrobnejšie vyhodnotenie verejnej diskusie

Cieľom verejnej diskusie bolo získať od regulovaných subjektov a verejnosti odpovede na štyri úradom zadefinované otázky:

Otázka č. 1: *Má úrad stanoviť hodnotu WACC samostatne pre odvetvia elektroenergetiky, plynárenstva a vodohospodárstva alebo spoločne pre elektroenergetiku a plynárenstvo a samostatne pre vodohospodárstvo?*

Otázka č. 2: *Má úrad stanoviť hodnotu WACC fixne pre celé regulačné obdobie alebo sa má hodnota WACC v priebehu regulačného obdobia priebežne aktualizovať (ak áno, pri dodržaní akých parametrov a kritérií)?*

Otázka č. 3: *Ktoré spoločensky prospešné investície považujete za vhodné na aplikáciu mechanizmu WACC+? Aká hodnota WACC+ by bola vhodná na motiváciu spoločensky prospešných investícií v sieťových odvetviach?*

Otázka č. 4 (otvorená): *Sú nejaké ďalšie aspekty navrhovaného spôsobu výpočtu hodnoty WACC, ktoré považujete za dôležité? Ak áno, prosíme o zaslanie pripomienok, príp. alternatívnych návrhov, spoločne aj so zdôvodnením.*

K otázke č. 1:

Odpoveď na otázku zaslalo 8 z 10 subjektov, pričom spomedzi daných 8 subjektov sa 6 explicitne vyslovilo za preferenciu samostatných hodnôt WACC pre jednotlivé sieťové odvetvia, tzn. samostatne elektroenergetika, samostatne plynárenstvo, samostatne vodohospodárstvo. Dva subjekty vyjadrili preferenciu rovnakej hodnoty WACC pre všetky sieťové odvetvia, pričom však úrad po dôkladnej analýze znenia daných pripomienok dospel k názoru, že dané subjekty mali zrejme na mysli rovnaký metodický prístup k určeniu WACC pre všetky sieťové odvetvia a nie určenie rovnakej nominálnej hodnoty WACC pre všetky sieťové odvetvia. Úrad si dané pripomienky vyložil v tomto duchu na základe odporúčania daných dvoch subjektov, ktoré pojednávali o špecifickom zostavení referenčnej skupiny pre určenie koeficientu beta, a to adresne pre sieťové odvetvie, v ktorom tieto subjekty pôsobia.

Úrad sa s otázkou č. 1 vysporiadal spôsobom, že pri tvorbe návrhov cenových vyhlášok pre nadchádzajúce 6. regulačné obdobie bude uplatňovať rovnaký metodický prístup pre všetky sieťové odvetvia, ale pre každé sieťové odvetvie bude samostatne určovať nominálnu hodnotu WACC (s použitím rozdielnych hodnôt koeficientov beta, adresných pre dané sieťové odvetvie).

K otázke č. 2:

Odpoveď na otázku zaslalo 8 z 10 subjektov, pričom spomedzi daných 8 subjektov sa všetky vyjadrili v prospech priebežnej aktualizácie hodnoty WACC v priebehu regulačného obdobia. V rámci tejto skupiny je možné identifikovať rôzne prístupy ku kritériám a limitným hodnotám ročných úprav WACC:

- 3 subjekty vyslovili súhlas s navrhovaným mechanizmom ÚRSO - tzn. s úpravou WACC pre rok t vždy k 30.6. kalendárneho roka $t-1$ v prípade, ak sa nominálna hodnota akéhokoľvek parametra vstupujúceho do výpočtu v relatívnom vyjadrení v porovnaní s hodnotou na rok $t-1$ voči hodnote aktualizovanej do 30.6. na rok t zmení o viac ako 20 %. Pri takejto aktualizácii sa súčasne uplatní strop medzoročnej zmeny, ktorý by mal byť určený ako maximálna hodnota relatívnej zmeny medzi číselnou hodnotou WACC v danom kalendárnom roku a číselnou hodnotou WACC, a to na úrovni max. $\pm 10\%$.
- 1 subjekt sa vyslovil za automatickú každoročnú úpravu WACC, avšak so stanovením limitu pre medzoročnú zmenu 10 % hodnoty pôvodného a aktualizovaného WACC.
- 3 subjekty sa vyslovili za automatickú každoročnú úpravu WACC s tým, že by medzoročná zmena pôvodnej a aktualizovanej hodnoty WACC nebola limitovaná.
- 1 subjekt sa vyslovil za potrebu stanovenia podrobnejšej metodiky úpravy, avšak bez návrhu konkrétnych definičných kritérií či limitov.

Úrad sa s otázkou č. 2 vysporiadal spôsobom, že pri tvorbe návrhov cenových vyhlášok pre nadchádzajúce 6. regulačné obdobie ustanoví nominálnu hodnotu WACC na celé regulačné

obdobie, s možnosťou úpravy na rok t k 30.6. roku t-1 v prípade, ak sa hodnota ľubovoľného parametra vstupujúceho do výpočtu medziročne zmení v relatívnom vyjadrení o viac ako 20 %. Pre takýto prípad úrad stanoví strop úpravy nominálnej hodnoty WACC na rok t na úrovni relatívnej zmeny max. 10 % pôvodnej (v danom čase platnej) hodnoty WACC, pričom hodnota 10% vyjadruje podiel zmeny WACC [vypočítanej ako rozdiel medzi pôvodnou (platnou v roku t-1) a novou (platnou pre rok t) nominálnou číselnou hodnotou WACC] a pôvodnej nominálnej hodnoty WACC.

K otázke č. 3:

Odpoveď na otázku zaslalo všetkých 10 subjektov, pričom všetky subjekty vyjadrili celkové kladné stanovisko k zámeru úradu stanoviť prémiiu k hodnote WACC pre podporu aktivít, ktoré explicitne zadefinuje vyhláška. Subjekty zaslali stanoviská k výške prémiiu, kritériám jej priznania a taktiež priložili konkrétne návrhy aktivít, ktoré by sa premiou k WACC mali podľa ich názoru podporiť.

K výške prémiiu:

- 3 subjekty považujú navrhovanú premiou +2 % za dostatočnú,
- 1 subjekt ju považuje za dostatočnú ale s návrhom na preskúmanie efektívnosti zhruba v polovici regulačného obdobia (a následná dodatočná úprava výšky prémiiu),
- 2 subjekty navrhli zvýšenie prémiiu na úroveň WACC + 3 %,
- 1 subjekt navrhol úradu vypracovanie ucelenej metodiky, ako stanovovať definičné kritériá a odvodzovať výšku prémiiu (vrátane možnosti vytvorenia istých pásiem prémiiu v závislosti od naplnenia definičných kritérií),
- ostatné subjekty sa explicitne k výške prémiiu nevyjadrili.

Spomedzi 10 subjektov sa 5 subjektov vyjadrilo explicitne v prospech zníženia alebo úplného zrušenia kvalifikačného predpokladu podielu financovania investícií z verejných zdrojov vo výške min. 50 %. Jeden subjekt podložil požiadavku aj praktickým príkladom, aká je reálne dosiahnuteľná miera financovania zo zdrojov EÚ (podľa daného subjektu ide pri veľkých projektoch rádovo o 40 %).

V neposlednom rade 9 subjektov zaslalo konkrétne návrhy na doplnenie zoznamu spoločensky preferovaných aktivít, ktoré by z hľadiska investičného rozhodnutia mali byť podporené premiou WACC+. Zostávajúci 1 subjekt navrhol úradu vypracovanie metodiky, na základe ktorej by úrad vytváral daný zoznam, resp. ho v budúcnosti aktualizoval.

Úrad sa s otázkou č. 3 vysporiadal spôsobom, že pri tvorbe návrhov cenových vyhlášok pre nadchádzajúce 6. regulačné obdobie:

- Bude navrhovať mieru prémiiu WACC + 2 % s tým, že cenová vyhláška jasným a transparentným spôsobom zadefinuje postup a rozsah tvorby samostatnej kategórie regulačnej bázy aktív, ku ktorej sa uplatní WACC+.
- V rámci procesu tvorby návrhov jednotlivých cenových vyhlášok preskúma reálnu mieru dosiahnuteľnosti miery financovania projektov zo zdrojov EÚ a v závislosti od toho navrhne pre jednotlivé sieťové odvetvia vhodný pomer minimálneho

financovania z prostriedkov EÚ, resp. maximálny podiel spolufinancovania zo zdrojov regulovaného subjektu.

- Primerane zohľadní obdržané návrhy spoločensky prospešných aktivít, pričom však úrad nebude zohľadňovať tie z návrhov, ktoré by mohli byť vnímané ako konfliktné z hľadiska pravidiel pre štátnu pomoc alebo tie investície, ktoré úrad považuje za štandardné investície pre plnenie základnej úlohy prevádzkovateľov infraštruktúry, ktorou je spoľahlivá a bezpečná prevádzka sústavy (úrad má v tomto prípade za to, že túto úlohu má zohľadňovať „štandardná“ hodnota WACC, tzn. bez prémie). Okrem toho, úrad sa nestotožňuje s tézou, že prémie WACC+ by mal byť automaticky podporený všetok nový, v budúcnosti zaradený majetok bez ohľadu na to, do akej miery spĺňa definičné kritériá pre WACC+ z hľadiska definovanej spoločenskej prospešnosti alebo na základe kritéria podielu financovania zo zdrojov EÚ.

K otázke č. 4:

Posledná položená otázka bola otvorenou otázkou dopytujúcou sa na ďalšie pripomienky alebo aspekty, ktoré by mal úrad vziať podľa názoru respondentov na zreteľ pri stanovovaní hodnoty WACC pre nadchádzajúce regulačné obdobie. K otvorenej otázke zaujalo stanovisko 9 z 10 subjektov, pričom 3 subjekty v tejto odpovedi dali úradu do pozornosti zoznam vybraných koncepčných dokumentov štátnej správy, z ktorých vyplývajú investičné priority pre oblasť zásobovania pitnou vodou a odvádzania a čistenia odpadových vôd.

8 subjektov zaslalo súbor pripomienok, ktoré možno interpretovať ako pripomienky metodického charakteru k výpočtu hodnoty WACC, pričom tieto pripomienky nadväzujú vo významnej miere na otázku č. 1 a odpovede k tejto otázke.

Ide napr. o vyjadrenie sa k referenčnej databáze pre určenie koeficientu Beta (4 subjekty vyjadrili preferenciu databázy Prof. Aswatha Damodarana, 2 subjekty navrhli použitie databázy S&P Capital IQ), ale najmä šlo o rôznorodé návrhy na úpravu metodiky pri určovaní vstupných parametrov do výpočtu WACC: voľba mediánnych alebo priemerných hodnôt, preferencia dĺžky časových radov, pomery vlastných a cudzích zdrojov, voľba typu daňovej sadzby a pod.

Jeden subjekt navrhol k vypočítanej hodnote WACC pripočítavať fixnú rizikovú prémie, ktorá by mala kompenzovať súčasný turbulentný geopolitický vývoj v Európe a vo svete a z toho prameniace negatívne makroekonomické externality.

Úrad sa s otázkou č. 4 vysporiadal spôsobom, že pri tvorbe návrhov cenových vyhlášok pre nadchádzajúce 6. regulačné obdobie pri stanovení návrhu hodnoty WACC:

- Bude vychádzať z použitia databázy Prof. Aswatha Damodarana, a to nielen v nadväznosti na obdržané pripomienky vo verejnej konzultácii, ale aj s ohľadom na skutočnosť, že s touto databázou úrad pracoval už v predchádzajúcich obdobiach a súčasne je táto databáza verejne dostupná a teda dáta z nej sú overiteľné.

- Nebude určovať akúkoľvek formu rizikovej prémie k hodnote WACC, ktorá by mala kompenzovať riziká geopolitického vývoja. Makroekonomické riziká a externality sa v priebehu času premietajú do hodnôt vstupujúcich do výpočtu WACC. To znamená, že v priebežne aktualizovaných parametroch výpočtu WACC bude zohľadnený aj vplyv vývoja na energetických trhoch v Európe, zmeny makroekonomických parametrov, globálnych a regionálnych rizík, a pod.; týka sa to najmä vplyvu na vývoj koeficientu beta alebo hodnoty trhovej rizikovej prirážky.
- Ustanoví spôsob určenia WACC jednotným metodickým prístupom pre sieťové odvetvia (metodický prístup a spôsob určenia vstupujúcich parametrov do výpočtu je uvedený na začiatku tohto vyhodnotenia).