

KINNITATUD
Konkurentsiameti peadirektori
19.07.2023 käskkirjaga nr 1-2/2023-015
LISA

Konkurentsiamet

Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks

(kehtib alates 19.07.2023)

Tallinn 2023

Sissejuhatus

Eestis on teatud sektorites rakendatud hinnaregulatsiooni alates käesoleva sajandi algusest. Energeetikas sai hinnaregulatsioon seadusliku aluse aastast 1998 koos energiaseaduse jõustumisega, mis sätestas hindade kujunemise alused gaasi-, elektri- ja kaugküttesektoris. Koos hinnaregulatsiooniga on välja kujunenud regulatsiooniteooria mõistliku ärikasumi arvutamiseks. Mõistliku ärikasumi arvutamine monopoolse teenuse hinnakomponendina on vajalik, et vältida olukorda, kus monopoolne ettevõtja võiks teenida teenuse müügist ülikasumit¹. Mõistliku ärikasumi suurust mõõdetakse regulaatori poolt lubatud tulunormi ehk kaalutud keskmise kapitali hinna (edaspidi *WACC*² – *Weighted Average Cost of Capital*) kaudu ning selle alusel toimub eriseadustes³ nimetatud müüdava teenuse/kauba hinda lülitatava põhjendatud tulukuse arvutamine. Kasumi piiramine lubatud tulunormiga lähtub asjaolust, et turul puudub konkurents, mis turumajanduslikul teel kujundaks teenuse/kauba turuhinna ja mõistliku kasumi. Konkurentsi puudumise tõttu on üldjuhul madalad ka reguleeritavate ettevõtjate äririskid.

Kui investor investeerib riiklikult reguleeritud hinnaga tegevusvaldkonda (nt elekter, gaas, kaugküte, vesi), siis võrreldes investeerimisega kõrge riskiga väärtpaberitesse (nt aktsiatesse), on talle reguleeritud teenuse hinna kaudu alati tagatud põhjendatud tulukus (ärikasum) investeeritud kapitalilt. Samas investeerimisel kõrge riskiga väärtpaberitesse ei pruugi see nii olla ning halvimal juhul võib investor kaotada kogu investeeritud kapitali. Seetõttu on põhjendatud, et madala riskiga reguleeritud tegevusvaldkonda investeerimisel on riskipreemiad ka vastavalt madalamad võrreldes kõrgema riskiga majandustegevusega.

Käesolevas juhendis selgitatakse ja sisustatakse *WACC*i kujunemise põhimõtteid. Õiguslikus mõttes on tegemist Konkurentsiameti kaalutusõiguse ennetava piiritlemisega (regulatsioonimetoodika täpsustamine enne hinnaregulatsiooni rakendumist) ja hinnaregulatsiooni subjektide teavitamisega, mis loob võimaluse tagasisideks ja aitab vältida kõikvõimalikke arusaamatusi juba enne konkreetse hinnaregulatsiooni menetluse algust. Juhend ei ole õigusakt, vaid Konkurentsiameti kui sõltumatu regulaatori kaalutusõiguse kasutamist tutvustav dokument, millel on haldusväliselt informatiivne, mitte normatiivne tähendus.

Juhendi koostamisel on Konkurentsiamet lähtunud *ERRA*⁴ käsiraamatust "*Price Regulation and Tariffs*", analüüsist "*Cost of Capital and Financeability at PR09, Report by Europe*

¹ Vabaturu tingimustes tegutsevad ettevõtjad ei saa teenida ülikasumit, sest toote või teenuse hinna kallinemisel ostaks tarbija seda konkurendilt. Erinevad seadused sätestavad hinnaregulatsioonile ühetaolise printsiibi, kus regulatsiooni alla kuuluvate ettevõtjate hinnad peavad kujunema kulupõhiselt, sisaldama põhjendatud kulusid, tagama kuluefektiivsuse ning võimaldama teenida põhjendatud tulukust (ärikasumit) ettevõtja investeeritud kapitalilt.

² *WACC* on kogu intressikandva võlakapitali (laenukapitali) ja omakapitali hind ehk kulukuse määr, mis saadakse võla- ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes.

³ Elektrituru-, kaugkütte-, maagaasi-, ühisveevärgi ja -kanalisatsiooni ning postiseadus.

⁴ *Energy Regulators Regional Association (ERRA). Price Regulation and Tariffs. June 2006.*

Economics"⁵, Maailmapanga käsiraamatust⁶ "Resetting Price Controls for Privatized Utilities. A Manual for Regulators", New Yorgi ülikooli Sterni ärikooli tunnustatud professor A. Damodaran (edaspidi A. Damodaran) väljaandest⁷ "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications" ja CEERi riikide andmebaasist⁸.

Äririskide hindamise kohta on A. Damodaran oma raamatus⁹ kirjutanud: "Nii raamatupidamislike kui turupõhiste finantsandmetega töötades olen selgeks saanud, kui palju müra andmetes on ja kui keeruline on nende põhjal ennustusi teha. Ma usun teaduslikku meetodisse, aga ma ei arva, et turul on väga palju puhtaid teadlasi. Kõik uuringud on mõjutatud kallutusest ja küsimus on ainult selle kallutuse suunas ja suurusjärgus. Seega on minu töö leida üles arvudel põhineva väite esitaja kallutatus, ning kui olen selle tuvastanud, kohandada arve selle kallutusega. Viimaks olen ma õppinud, et oleksin ülemäära enesekindel, kui arvaksin, et protsessi või muutujasse mõnda arvu lisades ma seda kontrolliksin või isegi aru saaksin. Sestap võin teile pakkuda tosinkond erinevat arvulist riskimõõdikut, enamik neist suurepärase akadeemilise taustaga, kuid vaevlen sellegipoolest iga päev küsimuse kallal, mis see risk täpsemini ikkagi on ja kuidas see meid investoritena mõjutab."

Eeltoodust järeldub, et erinevate hindajate poolt kasutatud erinevad riskimõõdikud võivad anda tulemuseks erinevad riskipreemia suurused. Seetõttu ei saa ka riiklikult reguleeritud tegevusvaldkondade puhul üheselt väita, et WACCi arvutamisel on ühe konkreetse riskipreemia suuruse kasutamine parem (õigem) kui teine. Näiteks on CEERi¹⁰ riikides reguleeritud tegevusvaldkondade puhul kasutatavad riskipreemia nimetused ja suurused erinevad, mistõttu on ka WACCide suurused erinevad.

Hinnaregulatsiooni eesmärgist tulenevalt peavad riiklikult reguleeritud sektorite WACCid olema kujundatud põhjendatud tasemel.¹¹

Lisaks eelnevalt nimetatud allikatele toetub Konkurentsiamet Tartu Ülikooli majandusteaduskonna õppejõu Priit Sander, PhD (edaspidi Asjatundja) koostatud analüüsil "Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs" (edaspidi analüüs), ekspertarvamusele "2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamisel kasutatavad näitajad"¹² (edaspidi ekspertarvamus) ja CFO Nõustamisteenus OÜ (P. Sanderi isikus) kommentaaridele "Kommentaari Konkurentsiameti

⁵ Nimetatud analüüsi koostajaks on *Europe Economics Chancery House 53-64 Chancery Lane London WC2A 1QU*, 21. July 2009.

⁶ Green, Richard; Pardina, Martin Rodriguez. *Resetting Price Controls for Privatized Utilities. A Manual for Regulators*. Washington, D.C.: The World Bank 1999.

⁷ *The 2022 Edition. Updated: March 23, 2022.*

⁸ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2022*. January, 2023.

⁹ A. Damodaran. Narratiiv ja numbrid. *Lugude väärtus äris*. Äripäev 2019, lk 80-81.

¹⁰ *Council of European Energy Regulators (CEER)*.

¹¹ Mida kõrgem on WACC, seda suurem on teenuste hinnas kajastuv põhjendatud tulukuse näitaja ja seda kõrgemaks kujuneb müüdava teenuse hind tarbijatele.

¹² https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/01_p_sander_ekspertarvamus_wacc_komponentide_kohta_-_lopparuanne_20.06.2017.pdf

poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele"¹³ (edaspidi kommentaarid).

Asjatundja nendib ekspertarvamuses, et sisendite väärtuse leidmisel ülehindab hetkel Konkurentsiameti poolt kasutatav meetodika nii laenu- kui omakapitali kulukuse määra suurust langevate intressimäärade ja alahindab tõusvate intressimäärade tingimustes, kuid sellist lähenemist saab pikaajalises plaanis lugeda adekvaatseks ja põhjendatuks seoses sooviga tasandada reguleeritavate teenuste hinnamuutusi. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete laenuvõimekuse suurendamise huvides võib regulatsiooni täiendada sätetega, mis elimineeriks riskivaba tulumäära kiirest tõusust tekkiva riski.¹⁴

Kommentaaries on Asjatundja hinnanud Konkurentsiameti juhendi projektis "Juhend 2023.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks" sisalduvaid näitajaid ning nende arvutamise/hindamise meetodikat ning keskendunud eelkõige neile aspektidele, mis on tekitanud poleemikat ettevõtjate hulgas.

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud regulatsiooni iseärasusi järgmiselt: *"Tüüpiliselt kuuluvad hinnaregulatsiooni alla ettevõtted, mis on turul kas monopoolses või monopolilähedases seisundis (st ettevõtted, kelle tooted ja teenused on hädavajalikud, kelle toodetele või teenustele puuduvad (mõistliku hinnaga) asenduskaubad ning tulenevalt valdkonna eripärast pole ka oodata, et alternatiivsed pakkujad turule tuleksid) ja kes ilma hinnaregulatsioonita võiksid oma seisundit kuritarvitada, st küsida toote või teenuse tarbijatelt pika perioodi jooksul hinda, mis ületab toote või teenusega seotud kulusid, (sh põhjendatud tulukus ettevõtte investoritele). Hinnaregulatsiooni eesmärk on ühelt poolt tagada, et sellised monopoolse seisundi kuritarvitused aset ei leiaks ning teiselt poolt tagada seda, et hinnaregulatsioonile allutatud toodete või teenustega seotud põhjendatud kulud (sh põhjendatud tulukus investoritele) oleksid kaetud ning ettevõtete jätkusuutlik tegutsemine tagatud. Juhul kui seda suudetaks ideaalselt teha, siis oleks investering hinnaregulatsioonile alluvasse ettevõttesse riskivaba. **Praktikas see loomulikult nii ei ole, kuid kuna hinnaregulatsioon võimaldab vajalikud kulud (enamasti) kanda edasi toote või teenuse hinda, siis on hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete riskitase oluliselt madalam kui vabal turul tegutsevate ettevõtjate oma. Riskitase ei ole küll kunagi null (tulenevalt nii regulatsiooniriskist, kui ka asjaolust, et tavaliselt ei toimu kulude edasikandmine tarbijatele koheselt), kuid on reeglina madalam kui sarnaste, kuid mitte-monopoolses seisundis ettevõtete riskitase.***

Hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte riskitase sõltub muuhulgas ka sellest, millist hinnaregulatsiooni meetodikat vastavas riigis kasutatakse. Nii näiteks on hinnalae (price-cap) meetodika puhul süstemaatilise riski tase suurem kui põhjendatud tulukuse (rate-of-return) meetodika kasutamise korral. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete madalam riskitase võrreldes tavaettevõtetega peegeldub eelkõige nende beetakordajates. Seega, kui

¹³ "Kommentaariid Konkurentsiameti poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele", Tartu 2023. www.konkurentsiamet.ee

¹⁴ P. Sander. 2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamisel kasutatavad näitajad. Tartu 2017, lk 13.

hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul kasutatakse sektoripõhiseid beetakordajaid ning sektoripõhiste beetakordajate arvutamise aluseks olevasse valimisse kuulub ka ettevõtteid, mis tegutsevad tavakonkurentsiga turul (või mille puhul on hinnaregulatsiooni aluseks kõrgemat riskitaset kaasatoov metoodika), siis on tõenäoline, et sektori beetakordaja ülehindab süstemaatilist riski hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte jaoks.

Ka muud riskipreemiad (v.a tururiskipreemia, mis korrutatakse läbi süstemaatilist riski väljendava beetakordajaga), mida omakapitali kulukuse määras võidakse kasutada (nt lisapreemia seoses ettevõtte väiksusega; riigiriskist tulenev riskipreemia, kui seda omakapitali kulukuse valemis ei korrigeerita beetakordajaga) võivad olla hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes madalamad või puududa üldse.

Laenukapitali puhul võib konkurentsile avatud ettevõtete puhul võlakapitali riskipreemia olla suurem kui hinnaregulatsioonile alluvates, monopoolses või monopolilähedases seisundis olevates ettevõtetes. Nii näiteks on Bogner (2002) väitnud, et hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete laenukapital on riskivaba ja seetõttu täiendava riskipreemia kasutamine pole otstarbekas. Seetõttu võib krediidireitingutel põhinev võlakapitali riskipreemia ülehinnata mõistliku võlakapitali riskipreemiat hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes. Kas ja kui suures ulatuses see ka Eestis toimub vajaks täiendavat empiirilist analüüsi."

Näitena vajalike kulude edasi kandmise kohta toote või teenuse hinda toob Konkurentsiamet keskkonnakaitselised investeeringud, mis küll vähendavad õhkupaisatavaid saasteainete koguseid, kuid keskkonnatasude rahalise kulu vähenemine on väike ja investeeringu maksumus väga kõrge, mistõttu puudub investeeringul tasuvusaeg. Tulenevalt meetodilistest juhenditest, arvestatakse vajalikelt investeeringutelt kapitalikulu ja põhjendatud tulukust, mis lülitatakse vastava teenuse hinda ning seda ka mittetasuva, kuid põhjendatud investeeringu puhul.

Kommentaaris on Asjatundja selgitanud väikeettevõtte riskipreemiaga seonduvaid asjaolusid järgmiselt: "...Monopoolne seisund ja sellest tulenev hinnaregulatsioon, eriti rate-of-return tüüpi regulatsioon, mida kasutatakse ka Eestis, vähendab märkimisväärselt ettevõtte üldist riskitaset, kuna võimaldab sisendhindade muutused üle kanda tarbijatele ning sestap pole hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete baasil empiirilisel leitud riskipreemiate ülekandmine hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele õigustatud. Kuigi eksisteerib üksikuid riike ja ajaperioode, kus hinnaregulaator on lubanud põhjendatud tulukuse arvutamisel arvesse võtta ka ettevõtte suurus/väiksust, on nende poolt lubatud riskipreemiad võrreldes hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete hindamisel rakendatavatega tunduvalt väiksemad. Samuti leidub akadeemilisi uuringuid, milles on näidatud, et kommunaalteenuste (Public Utilities) puhul ei ole suurus statistiliselt oluliseks riskifaktoriks (Wong 1993).

Tulenevalt nii varasemast regulatsioonipraktikast erinevates riikides, üksikutest tehtud uuringutest kommunaalteenuseid pakkuvate ettevõtete kohta kui ka üsna vasturääkivatest empiiriliste uuringute tulemustest väikeettevõtja riskipreemia osas üldiselt ei pea hetkel piisavalt teoreetiliselt põhjendatuks sellise riskipreemia lisamist regulatiivse kapitali kulukuse määra hindamise valemitesse. Küll aga leiab Asjatundja, et see teema vajaks põhjalikku täiendavat uuringut ning kui uuringutulemused kinnitavad sellise riskipreemia

olemasolu ka hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul, siis selle sisseviimist regulatiivse kapitali kulukuse määra valemitesse vastavalt tehtud uuringu tulemustele."

Tulenevalt Asjatundja selgitustest Konkurentsiamet ei kasuta WACCide arvutamisel väikeettevõtte riskipreemia näitajat, sest Eestis puudub selle kohta põhjendatud empiiriline uuring.

Alljärgnevalt antakse ülevaade WACCi arvutamise üldvalemist.

1. WACCi arvutamise üldvalem

Konkurentsiameti poolt välja töötatud energiahindade, veehindade ning universaalse postiteenuse (UPT) taskukohase tasu põhjendatuse hindamisel kasutatavate meetodiliste juhendite¹⁵ ning majandus- ja kommunikatsiooniministri 06.03.2009 määruse nr 20 "Universaalse postiteenuse osutaja tulu- ja kuluarvestusele esitatavad nõuded" §-i 5 ja majandus- ja kommunikatsiooniministri 22.06.2011 määruse nr 51 "Soojuse müügi ajutise hinna kehtestamise kord" §-i 12 alusel kujuneb ettevõtte põhjendatud tulukus ehk ärikasum vastava teenuse osutamiseks kasutatava reguleeritava vara maksumuse ja WACCi korrutisena.

WACC arvutatakse alljärgneva valemi alusel (vt Valem 1):

$$\text{Valem 1. } WACC = k_e \times \frac{OK}{VK + OK} + k_d \times \frac{VK}{VK + OK}$$

kus:

k_e – on omakapitali hind ehk kulukuse määr (%) ;

k_d – on võlakapitali (nimetatakse ka laenu- või võõrkapital) hind ehk kulukuse määr (%) ;

OK – on regulaatori poolt määratud omakapitali osakaal (%) ;

VK – on regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal (%) ;

VK+OK – on võla- ja omakapitali osakaalud kokku (%).

Valem 1 ei sisalda maksukilpi, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki (tulumaks on vaid makstavatelt dividendidelt). Ka Asjatundja on oma analüüsis osutanud, et maksukilpi ei kasutata¹⁶.

1.1 Kapitalistruktuur

Kapitalistruktuuri objektiivseks määramiseks ei ole välja töötatud terviklikku teooriat. Osad regulaatorid määravad võla- ja omakapitali kaalumiseks teatud võla- ja omakapitali suhte, et vältida reguleeritud ettevõtetel investeeringute rahastamist suurema omakapitaliga.¹⁷

¹⁵ Avalikustatud Konkurentsiameti veebilehel www.konkurentsiamet.ee

¹⁶ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 3.

¹⁷ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 183-184.

Tururegulatsiooni tingimustes võib regulaator sekkuda ettevõtja finantseerimisega seotud otsustesse ning dikteerida kindla kapitalistruktuuri või siis kalkuleerida teenuse hinnad koos kindla kapitalistruktuuriga, mis võib erineda ettevõtja tegelikust kapitalistruktuurist¹⁸.

Optimaalne võlakapitali suhtarv on selline, mille juures kapitali kulukuse määr (WACC) on minimeeritud¹⁹.

Mida kõrgem on omakapitali osakaal, seda kõrgemaks kujuneb WACC, sest omakapitali kulukuse määr on kõrgem võlakapitali kulukuse määrast ning seda kõrgemaks kujuneb tarbijale müüdava teenuse hind kõrgema põhjendatud tulukuse suuruse tõttu. **Konkurentsiamet kasutab WACCi arvutamisel kapitalistruktuuri, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital** (sama struktuur on nt Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Poola, Portugali, Soome ja Taani elektri põhi- ja/või jaotusvõrkudel ning Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Prantsusmaa, Portugali ja Tšehhi gaasi põhi- ja/või jaotusvõrkudel²⁰).

Valemis 1 toodud komponendid $VK/VK+OK$ ja $OK/VK+OK$ kajastavad kapitalistruktuuri ehk võla- ja omakapitali suhet kogukapitali, kus kogukapital on võla- ja omakapitali osakaalude summa. Näiteks kui võla- ja omakapitali osakaalud on mõlemad 50%, on osakaalud kokku 100% ning nii võlakapitali kui ka omakapitali suhe kogukapitali on 0,5 ($50\%/100\%=0,5$) ehk 50%.

Alljärgnevalt käsitletakse Valemis 1 kajastatud WACCi komponentide kujunemise aluseid.

2. Võlakapitali hind ehk võlakapitali kulukuse määr

Võlakapitali hind ehk võlakapitali kulukuse määr kujuneb riskivaba tulumäära, Eesti riigi riskipreemia ja ettevõtja võlakapitali riskipreemia (krediidireiting pluss laenukapitali kaasamisega seonduvad täiendavad kulutused) summana.

Oluline on märkida, et riiklikult reguleeritud ettevõtjate puhul on tegemist madala riskiga ettevõtlusega, sest garanteeritud turu tõttu puudub teenuse osutamise müügirisk. Põhjendatud müüгимahuh languse korral on reguleeritud ettevõtjatel võimalik taotleda vastava teenuse hinna muutmist.

2.1 Riskivaba tulumäär

Riskivaba tulumäär on tulu, millel puudub risk ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust. Riskivaba tulumäär arvutatakse riiklikke võlakirjade tulususe baasil.

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud riskivaba instrumendi kasutamist järgmiselt: *"Kasutades omakapitali kulukuse määra hindamisel finantsvarade hindamise mudelit (CAPM), tuleb riskivaba tulumäärana kasutada sellise instrumendi tulusust, mis parimal võimalikul viisil vastab riskivaba finantsinstrumendi definitsioonile. Riskivaba finantsinstrumendi tulevaste tegelike rahavoogude suurus peaks olema ette teada, st sellise instrumendiga ei tohiks kaasneda makseriski. Teiseks peaks investoritel olema võimalus*

¹⁸ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 52.

¹⁹ A. Damodaran presentatsioon *ERRA 06.-08.03.2023* koolitusel.

²⁰ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2022*. January, 2023.

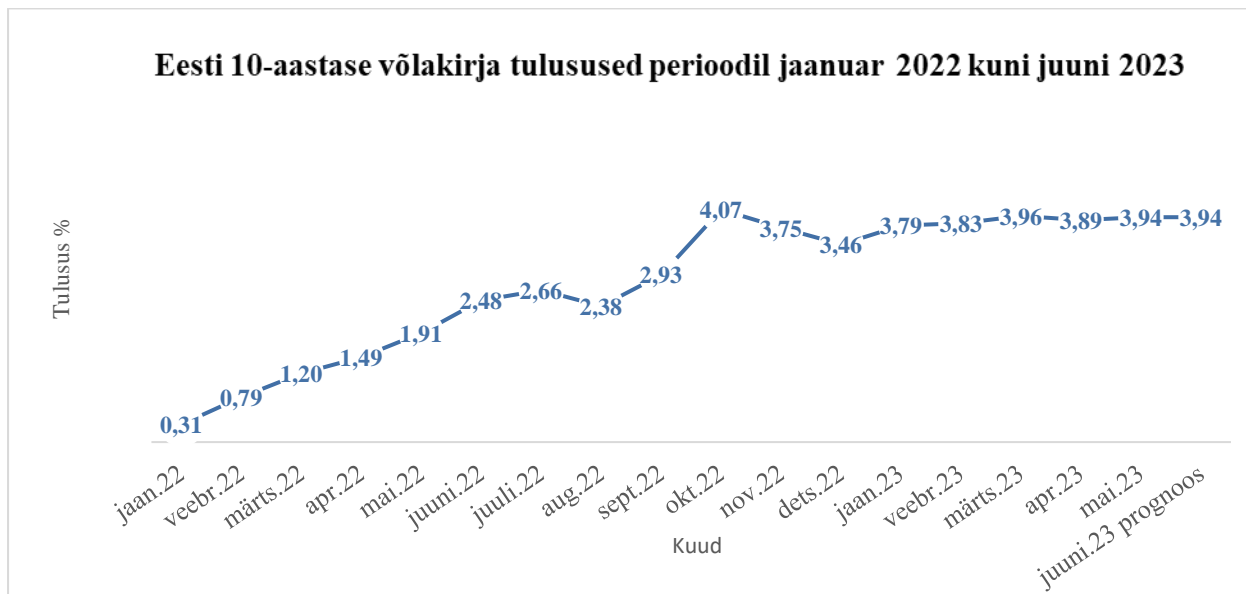
vaadeldavast instrumendist kiiresti ja madalate kuludega väljuda, st tegemist peaks olema likviidse instrumendiga. Iseseisvalt rahapoliitikat kontrolliv riik saab alati raha juurde trükkimise teel koduvaluutas denomineeritud võlga teenindada ning makseriski seega selliste instrumentide puhul ei kaasne. Kuna Eurotsooni riikidel pole võimalik iseseisvalt langetada rahapoliitilisi otsuseid (neid langetab Euroopa Keskpank), siis ei ole tegelikult ükski Eurotsooni kuuluva riigi riigivõlakiri täiesti riskivaba (Damodaran 2008, lk 12)²¹. **Damodaran soovib kasutada Eurotsooni riikide madalaima tulususega 10 aastast riigivõlakirja europõhise riskivaba intressimäära taseme hindamiseks²². Mõlema kriteeriumi osas vastab Asjatundja hinnangul Saksamaa riigivõlakiri tunduvalt paremini riskivaba instrumendi definitsioonile kui Eesti riigivõlakiri. Saksamaa riigireiting on AAA, Eestil aga A1, mistõttu sisaldab Eesti võlakirja tulusus ka tuntavat makseriskipreemiat (jaanuaris 2023 krediireitingu alusel ca 86 bp, tegelikult aga rohkem tulenevalt Venemaa-Ukraina sõjast tingitud geopoliitilisest riskist). Saksamaa riigivõlakirjade maht ja kauplemisaktiivsus on ka oluliselt suuremad Eesti Vabariigi riigivõlakirjade omast. Sellest tulenevalt on nad olulisel määral likviidsemad ning vastavad seega paremini riskivaba instrumendi definitsioonile. 2022. aastal Eestis läbiviidud uurimus näitas, et analüütikute poolt kasutatava riskivaba tulumäära aritmeetiline keskmine vastas küsitluse läbiviimise ajal keskmisele Saksamaa 10-aastase tähtajaga riigivõlakirja tulususele (Ceseña 2022, lk 28)²³. Toona kasutas 3 vastanut 32 küsitletud analüütikust Eesti riigivõlakirjade tulusust riskivaba tulumäära hinnangu alusena, samas kui Saksamaa riigivõlakirjadele tugines 28 küsitlusele vastanut. Seega on ka Eesti riigivõlakirju hindamisvaldkonna praktikute poolt riskivaba tulumäärana kasutatud ja kasutatakse ka edaspidi. Kuna aga Eesti riigivõlakiri pole riskivaba instrument, tuleb selle kasutamisel nõutava tulumäära komponendiga olla ettevaatlik, et laenu- ja omakapitali kulukuse määra hindamisel ei arvutataks riski võtmist kompenseerivaid riskipreemiaid topelt. Juhul kui riskivaba tulumäärana kasutatakse Saksamaa riigivõlakirja tulusust, peaks laenukapitali kulukuse määr sisaldama (vähemalt hetkeseisuga) ka geopoliitilisest riskist tulenevat täiendavat preemiat kui ülejäänud mudelis esindatud komponendid seda ei kompenseeri. **Kasutades riskivaba tulumäärana Eesti Vabariigi 10 aastaste võlakirjade tulusust, ei tohi laenukapitali kulukuse määra hindamise valem sisaldada eraldi komponente riigiriskipreemia ega geopoliitilise riski kompenseerimiseks, kuna need komponendid on juba Eesti Vabariigi võlakirjade tulususes kajastatud.****

Konkurentsiamet kasutab riskivaba tulumäärana Eesti 10-aastast võlakirja (vt joonis 1), mis Asjatundja selgitusel ei ole riskivaba instrument ning sisaldab riigiriski- ja geopoliitilise riski preemiat.

²¹ Damodaran, A. (2008) "What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block.", (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>).

²² Ibid.

²³ Ceseña, S. J. P. (2022) "The Application of the Risk-Free Rate of Return in Estonia: A Survey of Financial Industry Practices" University of Tartu, BA Thesis, 52 p.



Joonis 1. Eesti 10-aastase võlakirja keskmised tulusused²⁴

Joonisel 1 toodud andmetest saab järeldada järgmist:

1. Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu (jaanuar – juuni 2023) keskmine tulusus on jäänud vahemikku 3,79-3,96% ehk keskmiselt 3,89% $[(3,79+3,83+3,96+3,89+3,94+3,94)/6 = 3,89\%]$. Kuna alates jaanuarist 2023 on võlakirja tulusused kõrgemad võrreldes 2022.aasta detsembrikuu tulusega on Konkurentsiamet käesoleva aasta juuniku²⁵ tulususe prognoosinud maikuu tulususe tasemele. Viimase kuue kuu (jaanuar – juuni 2023) tulususe näitajad on oluliselt kõrgemad 2022.a keskmisest tulususest 2,29% $[(0,31+0,79+1,20+1,49+1,91+2,48+2,66+2,38+2,93+4,07+3,75+3,46)/12 = 2,29\%]$.
2. Kasutades võlakirja tulususe määramist Eesti 10-aastase võlakirja 2022.aasta²⁶ keskmise tulususe alusel, kujuneksid kõikidele sektoritele madalad võlakapitali kulukuse määrad, mis ei pruugi hetkel katta pikaajaliste laenude intressimäärasid.

Tulenevalt eeltoodust, Eesti Panga 20.06.2023 avaldatud publikatsioonis "Rahapoliitika ja Majandus 2023/2"²⁷ toodud selgitusest²⁸ ning vajadusest mõjutada positiivselt ettevõtete

²⁴ Allikas: <http://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

²⁵ Seisuga 18.07.2023 ei olnud *OECD* veebilehel Eesti võlakirja tulusust veel avalikustatud.

²⁶ Keskmised tulusused olid 2020.a 7 kuuga (juuni-detsember, enne seda Eestil võlakirjad puudusid) -0,03% ja 2021.a 0,06%.

²⁷ https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-06/rpm2023_2_est_d.pdf, lk 9.

²⁸ Eurosüsteemi rahapoliitika tähtsaim eesmärk on hoida hinnad euroalal stabiilsed. Euroopa Keskpanka (EKP) määratluse järgi saab hinnastabiilsusest rääkida siis, kui aastane inflatsioon on keskmise aja jooksul 2%. Eurosüsteemi ekspertide juuniprognooosi järgi on inflatsioon euroalal 2023. aastal keskmiselt 5,4% ning aeglustub 2024. ja 2025. aastal vastavalt 3% ja 2,2% lähedale. Seega nähakse endiselt, et hinnakasv püsib eesmärgist kiirem pikema aja jooksul. Selleks, et tuua hinnatõus euroalal järgmise paari aasta jooksul tagasi 2% juurde, on EKP nõukogu jätkanud rahapoliitika karmistamist. EKP nõukogu on oma viimastel istungitel rahapoliitilisi intressimäärasid tõstnud aeglasemas tempos kui aasta esimestel istungitel. Nii mais kui ka juunis kergitati kolme

laenukapitali kaasamise võimekust ja vähendada laenukapitaliga seonduvat riski, võtab Konkurentsiamet riskivaba tulumäära²⁹ arvutamisel aluseks Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu (jaanuar – juuni 2023) keskmise tulususe näitaja.

Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu keskmiseks tulususeks on 3,89% (sisaldab riigiriski ja geopoliitilise riski preemiaid), mida Konkurentsiamet kasutab 2023.aasta võla- ja omakapitali kulukuse määra arvutamisel. Võttes arvesse intressimäärade volatiilsuse mõju võlakapitali kulukuse määrale (tõusva trendi korral keskmise kasutamine alahindab ja langeva trendi korral ülehindab tegelikku intressimäärade taset) järgib Konkurentsiamet *OECD* andmebaasis Eesti 10-aastase võlakirja tulususe muutusi, et vajadusel WACCi arvutamise juhendisse sisse viia vastavad muudatused.

Kuna Eesti võlakirja aastased tulusused on ajas muutuvad, siis on ka võla- ja omakapitali kulukuse määrad ning WACC ajas muutuv.

2.2 Eesti riigiriskipremia

Eesti Panga hinnangul määratleb riigiriski selline suhteline raha hulk, mida Eesti riik peab rahvusvaheliselt turult raha laenates maksma rohkem riigist, kellel on Eestiga võrreldes parem maksevõime reiting (nt Saksamaa). Kõige lihtsam on seda mõõta erinevusega valitsuse võlakirjaintresside määrades.

Asjatundja on kommentaarides selgitanud: *"Juhul kui regulatiivse laenu- ja omakapitali kulukuse määra hindamine baseerub Eesti riigivõlakirja tulususel, siis tuleb arvestada, et tegemist ei ole riskivaba instrumendiga, st Eesti Vabariigi võlakirja tulusus sisaldab juba Eestiga seotud riigiriskipremiat (mis tuleneb nii Vene-Ukraina sõjast tingitud geopoliitilisest riskist kui ka muudest riskifaktoritest, mida võtab arvesse Eesti riigireiting). Kuna riigiriskipremia on omakapitaliinstrumentide puhul reeglina kõrgem (st omakapitaliinstrumendid on reeglina rohkem tundlikud erinevatele riskidele), siis võib mõningane täiendav riigiriskist tulenev lisariskipremia olla vajalik omakapitali kulukuse määra hindamisel, kuid kindlasti ei tohiks sellisel juhul rakendada mingit riigiriski ja geopoliitilise riski preemiat võlakapitali hinna leidmisel. Samuti peaks krediidireitingul põhinev ettevõtte võlakapitali täiendav riskipremia sel juhul olema arvutatud teistmoodi kui hetkel Konkurentsiameti valemite toodud.*

Praegune meetodika võlakapitali hinna leidmisel võib arvestada makseriski osaliselt topelt. Mudeli kohaselt liidetakse riskivabale tulumäärale riigiriskipremia (mis tuleneb riigi kui laenuvõtja makseriskist) ja seejärel võlakapitali riskipremia (mis tuleneb ettevõtte kui laenuvõtja makseriskist). Kuna ettevõtte makseriski kompenseeriv riskipremia (vähemalt krediidireitingu alusel hinnatuna) on arvutatud võrreldes riskivaba instrumendiga, toimubki makseriski osaline topelt kompenseerimine. Seega, kui ettevõtja krediidireitingule vastava

baasintressimäära 0,25 protsendipunkti võrra. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär on praegu 4,0%, laenamise püsivõimaluse intressimäär 4,25% ning hoiustamise püsivõimaluse intressimäär 3,5% (vt joonis T1.1 juhendi lisas 4).

²⁹ <http://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

makseriskipreemia on 1,43% ja Eesti riigi riskireitingule vastav makseriskipreemia on 0,86%, siis peaks tegelikult kasutama mudelis võlakapitali täiendava riskipreemiana nende kahe näitaja vahet ehk siis 0,57%."

Tulenevalt eeltoodust, kuivõrd Eesti 10-aastane võlakirja tulusus sisaldab juba riigiriski ja geopoliitilise riski preemiaid, ei pea Konkurentsiamet põhjendatuks lisada veel kord Eesti riigiriskipreemiat,³⁰ vältimaks makseriski topelt kompenseerimist.

2.3 Ettevõtja võlakapitali täiendav riskipreemia

Ettevõtja võlakapitali täiendav riskipreemia on oodatav tulunorm, mis ületab riskivaba tulumäära.

Laiapõhjalisem riigireitingutel põhinev Eesti riigi riskireitingule AA-/A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist *S&P/Moody's*) vastav riigiriskipreemia suurus A. Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2023. aasta algul (seisuga 01. jaanuar 2023) 86 baaspunkti ehk 0,86 protsendipunkti (vt tabel 1).

Tabel 1. Riigiriskipreemia sõltuvus riigi riskireitingust (baaspunktides) Moody's andmetel

Riskireiting	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	C	Ca
Krediidiriski preemia (bp)	0	49	60	73	86	104	147	196	233	269	306	368	440	551	673	795	917	1102	1224	1750	1468

Allikas: Damodaran 2023³¹

Eesti riigi riskireitingule AA-/A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist *S&P/Moody's*) vastab ettevõtte võlakapitali riskipreemia suurus, mis A. Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2023. aasta algul (seisuga 5. jaanuar 2023) 123 baaspunkti ehk 1,23 protsendipunkti (vt tabel 2).

Tabel 2. Võlakapitali riskipreemia sõltuvus ettevõtte krediidireitingust (baaspunktides) 2023.a Moody's andmetel

Riskireiting	Aaa	Aa2	A1	A2	A3	Baa2	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa	Ca2	C2	D2
Krediidiriski preemia (bp)	69	85	123	142	162	200	242	313	455	526	737	1157	1578	1750	2000

Allikas: Damodaran 2023³²

Asjatundja on analüüsis soovitanud võtta võlakapitali riskipreemia puhul aluseks laenukapitali kaasamisega ettevõtjale tekkivad täiendavad kulutused (lepingutasud, võlakirjaemissiooni korraldamise tasud), mida riskivaba tulumäära ning riigiriskipreemia komponent ei kata.

³⁰ Varasemalt on Konkurentsiamet eksinud selle näitaja kasutamisel kõikide sektorite puhul. Seetõttu ei saa ka võrguettevõtjatele ja UPTle aluseks võtta CEERi riikide keskmisi näitajaid, sest need sisaldavad samuti konkreetse riigi riskipreemiat.

³¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> Risk Premiums for Other Markets.

³² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios.

Asjatundja on hinnanud, et laenukapitali kaasamisega seonduvad täiendavad kulud võivad olla vahemikus 10-20 baaspunkti ehk vahemikus 0,1-0,2 protsendipunkti.³³

Liites tabelis 2 kajastatud 123 baaspunktile ehk 1,23 protsendipunktile laenukapitali kaasamisega ettevõtjale tekkivad täiendavad kulutused 0,2 protsendipunkti, kujuneb krediidireitingule vastava makseriskipreemia suuruseks 1,43% (1,23% + 0,2% = 1,43%).

Asjatundja on selgitanud: "*... kui ettevõtja krediidireitingule vastava makseriskipreemia on 1,43% ja Eesti riigi riskireitingule vastav makseriskipreemia on 0,86%, siis peaks tegelikult kasutama mudelis võlakapitali täiendava riskipreemiana nende kahe näitaja vahet ehk siis 0,57%.*"

Tulenevalt Asjatundja kommentaarist makseriski osaliselt topelt kompenseerimise vältimise kohta, võtab Konkurentsiamet võlakapitali täiendava riskipreemiana aluseks 0,57%, mis kujuneb nii: ettevõtte krediidireitingule vastava makseriskipreemia suurusest 1,43% lahutatakse krediidireitingule vastava riigiriskipreemia suurus 0,86% (vt tabel 1).

2.4 Kokkuvõte võlakapitali hinnast ehk võlakapitali kulukuse määrast

Eesti Panga 22.02.2023 avaldatud publikatsioonis "Majanduse rahastamise ülevaade"³⁴ on selgitatud: "*Ettevõtete laenuintressimäärad on tõusnud baasintressimäärade suurenemise tõttu, samal ajal kui keskmine intressimarginaal pole kuigi palju muutunud. Intressimarginaalid on väiksemate laenude (ettevõtete) puhul isegi pisut vähenenud (vt joonis 29³⁵). Tegevusalati ei toonud ka 2022. aasta kaasa suuri muutusi intressimarginaalides ning marginaal oleneb suuresti tegevusala ja konkreetse projekti riskantsusest (vt joonis 30³⁶). Samas viitavad pankade küsitlused, et muid laenutingimusi on karmistatud. Tagasilükatud laenuaotluste osakaal jäi pankade andmetel 2022. aastal aasta varasemale tasemele. Teiste euroala riikidega võrreldes on ettevõtete nominaalsed laenuintressimäärad meil jätkuvalt kõrged (vt joonis 31³⁷). Vahe euroala uute laenude keskmise intressimääraga on praegu küll madalam kui paar aastat tagasi, kuid ajaloolisest keskmisest siiski kõrgem. Seetõttu on ettevõtete mure mõistetav ja intressimäärad peegeldavad suuresti siinset väiksemat konkurentsi pangalaenuturul ülejäänud Euroopaga võrreldes.*"

Käesoleva juhendi lisades 1, 2 ja 3 toodud joonistelt selgub, et 2022.a kokkuvõttes oli pikaajaliste ettevõttelaenude keskmine intressimarginaal **vahemikus 2%-3%**, sellest elektrienergia, gaasi, auru- ja konditsioneeritud õhuga varustamise keskmine intressimarginaal oli **alla 2,5%** ning ettevõtete uute laenude intressimäärad **ületasid 4%** taset.

³³ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 9.

³⁴ https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-02/mru2023_est.pdf, lk 16 ja 17.

³⁵ Joonis 29 on käesoleva juhendi lisas 1.

³⁶ Joonis 30 on toodud käesoleva juhendi lisas 2.

³⁷ Joonis 31 on toodud käesoleva juhendi lisas 3.

Eesti Panga 20.06.2023 avaldatud publikatsioonis "Rahapoliitika ja Majandus 2023/2"³⁸ on selgitatud: "Rahapoliitika karmistamisega käsikäes on tõusnud intressimäärad ka pankadevahelisel rahaturul. 19. mail 2023 oli kolme kuu, kuue kuu ja 12 kuu EURIBOR vastavalt 3,42%; 3,71% ja 3,88% (vt joonis T1.3³⁹). ..."

... Ettevõtted on viimastel kuudel võtnud uusi laene ka koroonakriisi-eelse ajaga võrreldes pigem tagasihoidlikult. Ettevõtete hinnangud laenukeskkonnale on samuti halvenenud (vt joonis 23⁴⁰). Pankade laenuandmisvõime püsib üldiselt tugev, sest neil on piisavalt kapitali, hea kasumlikkus ja väga vähe laenukahjumeid. Mitmed pangad on siiski pidanud hoiuste ligimeelitamiseks järsult tõstma tähtajaliste hoiuste intressimäära. Euribori tõusu tõttu on laenuintressimäärad kiiresti kasvanud. Uued laenuvõtjad ja laenude refinantseerijad on selle leevenduseks saanud pisikest kompensatsioonist.

WACCi arvutamisel kujuneb **võlakapitali kulukuse määr 4,46%** (riskivaba tulumäär 3,89% + ettevõtja riskipremia 0,57%) Eesti Panga poolt toodud 2022.aasta keskmisest näitajast (ei ületa 3%) kõrgemaks, **jäädes uute laenude intressimäärade tasemele (üle 4%)** (vt tabel 8).

Tulenevalt eeltoodud näitajatest ja Asjatundja kommentaarides⁴¹ toodud seisukohtadest saab asuda seisukohale, et Konkurentsiameti poolt kehtestatud regulatiivne võlakapitali kulukuse määr on piisav tagamaks hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtjatele põhjendatud tulukus laenukapitali kaasamisega seotud kulude katmiseks.

3. Omakapitali hind ehk omakapitali kulukuse määr

Omakapitali hinda ehk omakapitali kulukuse määra on võimalik leida kas ajalooliste andmete või rahandusteoreetiliste mudelite põhjal. Enamus regulaatoreid ja erialaeksperte kasutab omakapitali kulukuse määra leidmisel *CAPM (Capital Assets Pricing Model)* mudelit, mille alusel hinnatakse ettevõtte finantsvarasid. *CAPM* mudeli rakendamiseks börsil noteerimata ettevõtte omakapitali hinna leidmiseks tuleb kasutada hinnatava ettevõttega sarnaste ettevõtete beetakordajaid. *CAPM*-i kaudu leitav omakapitali hind avaldub alljärgneva valemiga (vt Valem 2).

Valem 2. $k_e = R_f + R_c + (\beta * R_m)$

kus:

k_e – on omakapitali hind;

R_f – on riskivaba tulumäär;

R_c – on riigiriskipremia;

R_m – on tururiskipremia e turutulumäär;

β – on beetakordaja.

³⁸ https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-06/rpm2023_2_est_d.pdf, lk 10 ja 16.

³⁹ Joonis T1.3 on toodud käesoleva juhendi lisa 4.

⁴⁰ Joonis 23 on toodud käesoleva juhendi lisa 5.

⁴¹ "Kommentaari Konkurentsiameti poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele", Tartu 2023.

3.1 Riskivaba tulumäär

Riskivaba tulumäära kujunemist on kajastatud käesoleva juhendi punktis 2.1.

3.2 Eesti riigiriskipreemia

On analüütikuid, kes usuvad, et tururiskipreemia peaks kajastama erinevusi aktsiariskis, mida mõõdetakse aktsiaturgude volatiilsusega. Aktsiariski tavapärane mõõt on aktsiahindade standardhälve – suuremad standardhälbed on üldiselt seotud suurema riskiga. Kui kaaluda ühe turu standardhälvet teise turu standardhälbe suhtes, saadakse suhtelise riski mõõt ehk aktsiaturu suhtelise volatiivsuse näitaja⁴² (*Relative Equity Market Volatility*⁴³). A. Damodarani andmebaasis on seisuga jaanuar 2023 nimetatud näitaja 1,41 protsendipunkti, mille ta on korrutanud Eesti riigi riskireitingule A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist *Moody's*) vastava riigiriskipreemia suurusega 86 baaspunkti (seisuga 01. jaanuar 2023) ehk 0,86 protsendipunkti (vt tabel 1). Selle tulemusena on saadud omakapitalis kajastuvaks riskipreemiaks 1,22%⁴⁴ ($0,86 \cdot 1,41 = 1,22\%$).

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud omakapitali puhul kasutatavat riigiriskipreemiat järgmiselt: *"Võlakapitali puhul kasutatav riigiriskipreemia tuleneb otseselt tulumäärade erinevusest kõrgeima krediitireitinguga (AAA) võlakirjade ja Eestile omistatud riigireitingule (A1) vastavate võlakirjade vahel, mis A. Damodarani andmete kohaselt oli 2023. aasta jaanuaris 0,86%. Omakapitali kulukuse määra hindamisel kasutatakse samuti sageli täiendavat riigiriskipreemiat, kuna aktsiate ost madala krediitireitinguga riigis on reeglina riskantsem kui kõrge krediitireitinguga riigis. Samas ei eksisteeri ainuõiget ja kõigi poolt aktsepteeritud meetodikat riigiriskipreemia suuruse kindlaksmääramiseks. Damodaran (2020) toob välja mitmeid erinevaid võimalusi riigiriskipreemia suuruse hindamiseks, sh krediitireitingule vastav makseriskipreemia, krediidiriski vahetuslepingutele (CDS) vastav makseriskipreemia, erinevate aktsiaturgude suhtelisele volatiilsusele vastav makseriskipreemia, krediitireitingule vastav makseriskipreemia kohandatuna aktsiaturgude ja võlakirjaturgude keskmise suhtelise volatiilsuse erinevusega. Damodaran (2020) ei võta väga selget seisukohta selles osas, millist nimetatud variantidest peaks kasutama – sarnaselt omakapitalilt nõutava riskipreemiaga tervikuna on valik analüütiku teha, sest tegelik turuosaliste poolt nõutav riskipreemia pole turul jälgitav näitaja.*

Asjatundja subjektiivse arvamuse kohaselt on aktsiainvesteeringud enamasti tundlikumad nii positiivsetele kui ka negatiivsetele sündmustele kohalikus majanduskeskkonnas – st kui mingi negatiivne sündmus halvendab riigi võimet tasuda võetud laene (ja toob kaasa riigireitingu languse ning makseriskipreemia suurenemise), siis on selle sündmuse mõju aktsiaturgudele tõenäoliselt veelgi tugevam, kuna riik saab nt läbi maksude tõstmise oma finantsilist võimekust laene teenindada osaliselt (ja ajutiselt) suurendada ja seeläbi makseriski vähendada, kuid selliste sammude astumine võimendaks tõenäoliselt veelgi esialgse negatiivse sündmuse mõju

⁴² A. Damodaran *"Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications"*, Updated March 23, 2022.

⁴³ *Relative Equity Market Volatility = Standard Deviation (Standardhälve) of emerging market equity index / Standard Deviation of emerging market bond index*, kus standardhälbed on arvutatud viie aasta (2018-2022) keskmiste näitajate alusel ning saadud tulemuseks 1,41%.

⁴⁴ Korrutamisel on võetud peale koma arvesse rohkem kui kaks arvu.

aktsiaturgudele. Seetõttu oleks aktsiaturgude võlakirjaturust suurema volatiilsuse arvesse võtmine omakapitali regulatiivse hinna määramisel Asjatundja hinnangul põhjendatud. Samas võib olla põhjendatud ka riigiriskipreemia läbikorrutamine beetakordajaga, sest ettevõtted, mille tulumäär on vähem tundlik süsteemsete riskide suhtes, võivad olla vähem tundlikud ka nende sündmuste suhtes, mis halvendavad riigi võimet võetud laene teenindada."

Tulenevalt eeltoodust võtab Konkurentsiamet omakapitali kulukuse määra arvutamisel riigiriskipreemia puhul aluseks A. Damodarani andmebaasis (seisuga jaanuar 2023)⁴⁵ toodud Eesti riigiriskipreemia näitaja 1,22%, milles 0,86% kajastub riigiriskipreemiana Eesti võlakirja tulususes ehk riskivabas tulumääras (vt punkt 2.1 ja 2.2). Seetõttu tuleb 0,86% võrra vähendada ka omakapitali kulukuse määras kajastuvat riigiriskipreemiat (1,22%), et ei oleks topelt kajastamist. Seega on omakapitali kulukuse määra arvutamisel põhjendatud täiendava riskipreemia 0,36% ($1,22 - 0,86 = 0,36\%$) kasutamine.

3.3 Tururiskipreemia

Tururiskipreemia (R_m) näitab kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Seega on tururiskipreemia kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Tururiskipreemia leidmisel võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel leitud riskipreemia või eeldatava riskipreemia leidmine.

Tururiskipreemia leidmiseks võib kasutada nii pikemaid kui ka lühemaid ajaloolisi perioode. Kui osad eksperdid peavad 30 aastat perioodi liiga pikaks, siis teised väidavad, et aluseks tuleks võtta võimalikult pikk periood. Näiteks kui 10 või 20 aastaste perioodide korral on tururiskipreemia standardhälve peaaegu sama suur või isegi suurem kui tururiskipreemia näitaja, viitab see sellele, et kasutada tuleks üle 20 aasta pikkuseid perioode.⁴⁶

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud tururiskipreemia kasutamist järgmiselt: "Damodarani andmebaasis iga-aastaselt uuendatav AAA reitingule vastav tururiskipreemia on arvutatud eeldatava tururiskipreemiana (implied risk premium) ehk sellise tururiskipreemiana, mis võrdsustab turuindeksisse (S&P 500) kuuluvate ettevõtete portfelli tulevikus saadavate oodatavate rahavoogude nüüdisväärtuse turuindeksi (turuindeksisse kuuluvate ettevõtete portfelli) hindamishetke turuväärtusega. Tegemist on olemuslikult tulevikku vaatava näitajaga ja seetõttu loomulikult ka hinnangulise näitajaga. Kuna mudel on üles ehitatud sarnaselt klassikalisele DCF hindamismudelile, siis saab väita, et tegemist on pikaajaliste oodatavate näitajate põhise lähenemisega. Damodaran (2020) avab meetodika täpsema sisu ja arvutuskäigu kuni 2020. aasta alguseni. 2023. aasta alguses oli Damodarani ettevaatava mudeli kohaselt turuportfelli tulusus 9,28% ning kasutades dollaripõhist riskivaba tulumäära 3,88% kujunes tururiskipreemiaks 5,94%. Detailsemat arvutuskäiku lahtiselgitatud kujul Asjatundjale teadaolevalt avalikkusele kättesaadavaks pole tehtud.

Asjatundja subjektiivsel hinnangul võiksid eeldatavad tururiskipreemiad (implied risk premium) peegeldada paremini konkreetset ajahetket nõutavat tururiskipreemiat kui ajaloolised riskipreemiad. Nii näiteks oli eeldatav tururiskipreemia Damodarani andmebaasis

⁴⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Risk Premiums for Other Markets.

⁴⁶ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 172.

jaanuari 2022 seisuga 4,24%, kuid 24. veebruaril 2022 toimunud Venemaa sõjaline kallaletung Ukrainale muutis maailmamajanduse tunduvalt ebakindlamaks, tõi kaasa inflatsiooni kiirenemise ja sellele reageeringuna intressimäärade tõusu ning ka tururiskipreemia suurenemise. Nii näiteks tõusis Eesti riigiriski arvestav eeldatav tururiskipreemia Damodarani hinnangul 4,94%-lt 2022. aasta alguses 7%-ni 2022. aasta keskpaigas. Ajaloolised tururiskipreemiad aga sellistele sündmustele ei suuda reageerida.

Asjatundja hinnangul võib ajalooline tururiskipreemia suuruses 5,14% alahinnata tururiskipreemia hetketaset. **Samas on hinnaregulatsiooni puhul oluline mitte niivõrd ühe kapitali kulukuse määra komponendi ega isegi mitte ühe aasta regulatiivse kapitali kulukuse määra kui terviku vastavus tegelikele tasemetele, kui see, et regulatiivne kapitali kulukuse määr nii pikas kui ka keskpikas perspektiivis vastaks keskmiselt turutasemetele ning et tuuosalistel oleks kindlus selles osas, et see nii on ja nii ka jääb.**

Nii regulatiivne laenu- kui ka omakapitali kulukuse määr ületas Asjatundja hinnangul aastaid põhjendatud taset tulenevalt eelkõige asjaolust, et regulatiivses laenu- ja omakapitali kulukuse määra valemite kasutatav riskivaba tulumäära komponent oli tunduvalt kõrgem kui tegelik riskivaba tulumäära tase turul."

Tulenevalt Asjatundja kommentaarist, et hinnaregulatsiooni puhul on oluline, et regulatiivne kapitali kulukuse määr ning selle komponendid nii pikas kui ka keskpikas perspektiivis vastaksid keskmiselt turutasemetele, on Konkurentsiamet alljärgnevas tabelis (vt tabel 3) toonud välja A. Damodarani andmebaasis⁴⁷ kajastatud viimase kümne aasta eeldatavad tururiskipreemiad ning seda põhjusel, et beetakordajad on arvutatud viimase kümne aasta keskmise näitaja alusel ning vastavalt valemile (vt Valem 2) korrutatakse tururiskipreemia beetakordajaga.

Tabel 3. A. Damodarani andmebaasis kajastatud viimase kümne aasta eeldatavad tururiskipreemiad

Tururiski-preemia	%
Jaan. 2014	5,00
Jaan. 2015	5,75
Jaan. 2016	6,25
Jaan. 2017	5,69
Jaan. 2018	5,08
Jaan. 2019	5,97
Jaan. 2020	5,19
Jaan. 2021	4,72
Jaan. 2022	4,24
Jaan. 2023	5,94
10-aasta keskmine	5,38

⁴⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Risk Premiums for Other Markets.

Tururiski-preemia	%
Min	4,24
Max	6,25

Tabelis 3 toodud näitajatest selgub, et kümne aasta jooksul on eeldatavad tururiskipreemiad olnud väga volatiilsed, vahemikus 4,24%-6,25%. Lisaks selgub A. Damodarani andmebaasist, et seisuga 01.juuli 2023⁴⁸ on eeldatav tururiskipreemia 5,00%⁴⁹ ehk langenud 01.jaanuari 2023 tasemega (5,94%) võrreldes 0,94% võrra (5,00%-5,94% = -0,94%). Eesmärgist vähendada sõltuvust turupõhiste näitajate volatiilsusest, mille tulemusena tagatakse stabiilsus WACCde arvutamisel ning tasandatakse reguleeritavate teenuste hinnamuutusi, on põhjendatud ka pikema perioodi keskmise tururiskipreemia kasutamine. Seetõttu on põhjendatud kasutada kapitali kulukuse määra arvutamisel viimase kümne aasta keskmist näitajat (5,38%).

Võrdluseks on alljärgnevas tabelis 4 toodud CEERi riikide tururiskipreemiate alusel kujunenud aritmeetiline keskmine näitaja. Riigid peavad nimetatud näitajat konfidentsiaalseks⁵⁰, mistõttu puuduvad tabelis 4 tururiskipreemia näitajad riikide lõikes.

Tabel 4. CEERi riikide keskmine tururiskipreemia

Tururiski-preemia	%
Aritmeetiline keskmine	5,3

Tabelist 4 selgub, et erinevate EL regulaatorite poolt rakendatavate CEERi riikide tururiskipreemiate aritmeetiline keskmine on 5,3% (ametile teadaolevalt vahemikus 3,8-8,0%).

Tulenevalt eeltoodust ja eesmärgiga vähendada sõltuvust turupõhiste näitajate volatiilsusest⁵¹, **lähtub Konkurentsiamet tururiskipreemia määramisel A.Damodarani andmebaasis⁵² kajastatud viimase kümne aasta keskmisest eeldatavast tururiskipreemiast 5,38%.**

3.4 Beetakordaja

Beetakordaja (β ; edaspidi beeta) näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beeta on üks.⁵³ Kui aktsia beeta on alla ühe, siis aktsia risk on alla turu keskmise. Kui aktsia beeta on üle ühe, siis on aktsia risk üle turu keskmise.

Beeta on aktsia süstemaatilise riski suhteline mõõt. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Eestis puuduvad börsil noteeritud võrreldavad ettevõtjad, mille andmeid oleks võimalik kasutada. Mittenoteeritud

⁴⁸ 12 kuu arvestuses.

⁴⁹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, *Implied ERP by month for previous months*.

⁵⁰ Tulenevalt CEER 16.02.2012 saadetud kirjast, milles ametil paluti mitte avalikustada nimetatud näitajaid.

⁵¹ Mille tulemusena tagatakse stabiilsus WACCde arvutamisel ning tasandatakse reguleeritavate teenuste hinnamuutusi.

⁵² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, *Risk Premiums for Other Markets*.

⁵³ M. Kõomägi. Ärirahandus. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk 153.

ettevõtjate kohta on lahenduseks võrdlusmeetodi kasutamine, mille puhul beeta hinnanguna kasutatakse samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtjate keskmist beetat.⁵⁴

Beeta leidmiseks on vajalik leida omakapitali beeta, mille puhul on tegemist kas võimenduseta beetaga (β_a , kus võlakapital on null) või võimendusega beetaga (β_e). Aluseks võetakse majandusharude finantsvõimenduseta beetad ja neid korrigeeritakse vastava valdkonna keskmise finantsvõimendusega. Selleks kasutatakse Milleri valemit (mida kasutab enamuse CEERi regulaatoreid), kus eeldatakse, et koos võlakapitali osakaalu suurenemisega suureneb ka ettevõtja risk. Seega, mida rohkem ettevõtja laenukapitali kasutab, seda kõrgem on aktsiatega seotud süstemaatiline risk.

Milleri valem avaldub alljärgnevalt (vt Valem 3).

Valem 3⁵⁵. $\beta_e = \beta_a * (1 + VK/OK)$

kus

β_e – on ettevõtja finantsvõimendusega beeta,

β_a – on majandusharu finantsvõimenduseta beeta,

VK/OK – on regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga.

Valemist 3 ilmneb, et Konkurentsiamet ei kasuta arvutuses ettevõtja bilansilisi andmeid. Kuna Konkurentsiamet kasutab WACCi arvutamisel kapitalistruktuuri, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital (sama struktuur on nt Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Poola, Portugali, Soome ja Taani elektri põhi- ja/või jaotusvõrkudel ning Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Prantsusmaa, Portugali ja Tšehhi gaasi põhi- ja/või jaotusvõrkudel⁵⁶), lihtsustub eelpooltoodud Milleri valem alljärgnevaks valemiks (vt Valem 4).

Valem 4. $\beta_e = \beta_a * 2$.

Eesmärgist vähendada sõltuvust turupõhiste näitajate volatiilsusest, mille tulemusena tagatakse stabiilsus WACCde arvutamisel ning tasandatakse reguleeritavate teenuste hinnamuutusi, on põhjendatud ka pikema perioodi keskmiste beetade kasutamine. **Konkurentsiamet võtab beetade kasutamisel aluseks viimase kümne aasta aritmeetilised keskmised beetad.**

3.4.1 Beeta elektri- ja gaasivõrguettevõtjatele

Alljärgnevas tabelis (vt tabel 5) on Konkurentsiamet toonud välja CEERi riikide viimase kümne aasta (2014-2023)⁵⁷ keskmiste näitajate alusel arvutatud keskmised aritmeetilised finantsvõimenduseta beetad elektri- ja gaasivõrkudele. Konkurentsiamet kasutab elektri- ja gaasivõrkude osas CEERi riikide andmebaasi, sest ainult võrguteenusega tegelevaid ettevõtjaid on börsil väga vähe, enamuse kuuluvad suurtesse kontsernidesse.

⁵⁴ M. Kõomägi. Ärirahandus. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk 154.

⁵⁵ Valem ei kajasta maksukilpi, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki.

⁵⁶ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2022. January, 2023.*

⁵⁷ Beetad on aastase nihkega, sest eelneva aasta CEERi aruandest võetud näitajaid rakendatakse järgneval aastal.

Tabel 5. CEERi riikide elektri- ja gaasivõrkude keskmised finantsvõimendusega beetad

Beetad	elektri põhivõrk	elektri jaotusvõrgud	gaasi põhivõrk	gaasi jaotusvõrgud
Jaen. 2014	0,337	0,340	0,329	0,344
Jaen. 2015	0,351	0,364	0,348	0,374
Jaen. 2016	0,335	0,334	0,334	0,348
Jaen. 2017	0,338	0,348	0,347	0,349
Jaen. 2018	0,346	0,357	0,371	0,360
Jaen. 2019	0,357	0,358	0,348	0,335
Jaen. 2020	0,340	0,349	0,350	0,367
Jaen. 2021	0,358	0,367	0,358	0,378
Jaen. 2022	0,358	0,364	0,357	0,365
Jaen. 2023	0,351	0,374	0,380	0,383
10-aasta keskmine beeta (võimendusega)	0,347	0,356	0,352	0,360
Elekter, gaas keskmine beeta (võimendusega)	0,354			

Võttes aluseks Konkurentsiameti poolt aktsepteeritava kapitalistruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital ning kasutades Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$, kujunevad **finantsvõimendusega beetad (β_e)** alljärgnevalt:

elektri põhivõrguettevõtjale **0,694**;
 elektri jaotusvõrguettevõtjatele **0,712**;
 gaasi põhivõrguettevõtjale **0,704**;
 gaasi jaotusvõrguettevõtjatele **0,720**.

3.4.2 Beeta soojuse tootjatele ja kaugkütte võrguettevõtjatele

Kaugküttevõrkudele rakendatakse keskmist finantsvõimendusega beetat 0,354, mis on arvatud tabelis 5 toodud elektri- ja gaasivõrguettevõtjate keskmiste finantsvõimendusega beetade alusel. Võttes aluseks Konkurentsiameti poolt aktsepteeritava kapitalistruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning kasutades Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$, kujuneb kaugkütte võrguettevõtjatele **finantsvõimendusega beetaks (β_e) 0,708**, sest ($\beta_e = 0,354 * 2 = 0,708$);

Soojuse tootjatele rakendatakse beetat, mille arvutamisel võetakse aluseks A. Damodarani andmebaasist Euroopa energiatootmise ettevõtete (kuna kaugkütte on levinud vaid Põhjamaades ning Kesk- ja Ida-Euroopas, siis on börsil noteeritud soojuse tootjaid raske leida) viimase kümne aasta (2014-2023) andmete⁵⁸ alusel arvatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beetad (vt tabel 6). Asjatundja on samuti soovitanud lähtuda A. Damodarani andmebaasist toodud energiatootjate finantsvõimendusega beetadest ning lähtudes

⁵⁸ Andmebaas: *Levered and Unlevered Beta by Industry (2. Europe)*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

regulatiivsest kapitalisihstruktuurist, 50% laenukapitali ja 50% omakapitali, arvutada nende sektorite jaoks omakapitali beetad.⁵⁹

Tabel 6. Euroopa energiatootjate keskmised finantsvõimendusega beetad (aasta alguse seisuga)

	Beetad
Jaan. 2014	0,605
Jaan. 2015	0,571
Jaan. 2016	0,528
Jaan. 2017	0,596
Jaan. 2018	0,719
Jaan. 2019	0,606
Jaan. 2020	0,541
Jaan. 2021	0,547
Jaan. 2022	0,548
Jaan. 2023	0,502
10-a keskmine beeta (võimendusega)	0,576

Allikas: A. Damodarani andmebaas

Tulenevalt Asjatundja soovitusel kasutatakse finantsvõimendusega beeta $\beta_a = 0,576$ teisendamiseks finantsvõimendusega beetaks (β_e) Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$.

Kasutades Valemit 4, Konkurentsiameti poolt aktsepteeritavat kapitalisihstruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning Euroopa energiatootjate viimase kümne aasta keskmist finantsvõimendusega beetat 0,576 kujuneb soojuse tootmisega tegelevatele ettevõtjatele keskmiseks **finantsvõimendusega beetaks 1,152**, sest ($\beta_e = 0,576 * 2 = 1,152$).

3.4.3 Beeta vee-ettevõtjatele

Konkurentsiamet võttis soojuse tootjatele beeta arvutamisel aluseks A. Damodarani andmebaasist Euroopa veesektori ettevõtete viimase kümne aasta (2014-2023) andmete⁶⁰ alusel arvutatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beetad (vt tabel 7). Asjatundja on samuti soovitanud lähtuda A. Damodarani andmebaasist toodud veesektori ettevõtjate finantsvõimendusega beetadest ning lähtudes regulatiivsest kapitalisihstruktuurist, 50% laenukapitali ja 50% omakapitali, arvutada nende sektorite jaoks omakapitali beetad.⁶¹

Tabel 7. Euroopa vee-ettevõtjate keskmised finantsvõimendusega beetad (aasta algusega seisuga)

	Beetad
Jaan. 2014	0,311
Jaan. 2015	0,394
Jaan. 2016	0,511

⁵⁹ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 14-15.

⁶⁰ Andmebaas: *Levered and Unlevered Beta by Industry (2. Europe)*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

⁶¹ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 14-15.

	Beetad
Jaan. 2017	0,445
Jaan. 2018	0,425
Jaan. 2019	0,380
Jaan. 2020	0,276
Jaan. 2021	0,235
Jaan. 2022	0,262
Jaan. 2023	0,333
10-a keskmine beeta (võimendusega)	0,357

Allikas: A. Damodarani andmebaas

Tulenevalt Asjatundja soovitusel kasutatakse finantsvõimendusega beeta $\beta_a = 0,357$ teisendamiseks finantsvõimendusega beetaks (β_e) Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$.

Kasutades Valemit 4, Konkurentsiameti poolt aktsepteeritavat kapitalstruktuuri (analoogne energiaettevõtetele, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning Euroopa veesektori ettevõtjate viimase kümne aasta keskmist finantsvõimendusega beetat 0,357 kujuneb veettevõtjatele keskmiseks **finantsvõimendusega beetaks 0,714**, sest ($\beta_e = 0,357 * 2 = 0,714$).

3.4.4 Beeta UPT ettevõtjale

UPT osutamisel puudub tootmistegevus, mistõttu on riskid madalamad ning see asjaolu peab kajastuma ka beeta suurusel. Kuigi UPT osutamine on mitmetes riikides hinnaregulatsioonile alluv tegevusala, erineb riigiti see, millised tegevused universaalse postiteenuse alla kuuluvad. Teiseks probleemiks on asjaolu, et UPT puhul rakendatakse tavaliselt hinnalae meetodikat ja/või doteeritakse selle osutamist otse riigieelarvest.⁶²

Tarbijale osutatava teenuse iseloomu poolest võib hinnata ettevõtja riski võrreldavaks võrguettevõtjatega. A. Damodarani andmebaasis puuduvad andmed postiside sektori beetade kohta.

Analoogselt elektri- ja gaasivõrkudele on UPT teenuse osutamine olulist vahendit omava ettevõtja teenus. Seetõttu on põhjendatud rakendada UPT ettevõtjale keskmist finantsvõimendusega beetat 0,354, mis on arvatud tabelis 5 toodud CEERi riikide elektri- ja gaasivõrguettevõtjate viimase kümne aasta keskmiste finantsvõimendusega beetade alusel. Võttes aluseks Konkurentsiameti poolt aktsepteeritava kapitalstruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning kasutades Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$, kujuneb UPT ettevõtjatele **finantsvõimendusega beetaks (β_e) 0,708**, sest ($\beta_e = 0,354 * 2 = 0,708$).

⁶² P. Sander, J. Masso. Väikese kapitalimahukusega monopoolsete/turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamine. Tartu 2016, lk 47.

4. Tulumaksumäär

Käesoleva juhendi punktis 1 toodud Valem 1 ei sisalda maksukilpi (1-tulumaksumäär), sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki (tulumaksu tasutakse dividendidelt). Sellele asjaolule on osutanud ka Asjatundja oma analüüsis, et maksukilpi ei kasutata⁶³. Samuti ei rakendata tulumaksumäära komponenti makstavatelt dividendidelt. Makstavatelt dividendilt arvestatud tulumaksu lülitamine tarbijatele müüdavate teenuste hinda ei ole põhjendatud järgmistel asjaoludel:

- 1) Regulaatiivselt arvestatakse põhjendatud tulukus ärikasumina. Kuna dividendide tulumaks tekib peale ärikasumit, siis makstakse dividende teenitud ärikasumi arvelt. Sealjuures peab ettevõtja eelnevalt hindama dividendide väljamaksmisega kaasnevat tulumaksukulu suurust ning selle võrra vähendama dividendideks makstava ärikasumi suurust.
- 2) Võrdse kohtlemise põhimõtte järgmine. Dividendide maksmine on vabatahtlik – on ettevõtteid, kes üldse dividende ei maksa, vaid investeerivad kogu teenitud kasumi. Seega tekitaks dividendide tulumaksukulu rakendamine ebavõrdse olukorra.
- 3) Dividendi tulumaksukulu ei ole reguleeritud teenuste osutamiseks vajalik kulu. Riigikohtu Halduskolleegiumi (kolleegium) 12.12.2017 kohtuotsuse (kohtuasi nr 3-11-1355) punktis 40 lk 15 on kolleegium asunud seisukohale, et kuigi kaebaja soovis veeteenuse hinna arvutamise aluseks olevate kulude hulka lisada veel dividendidelt tasutava tulumaksu, nõustub selles küsimuses kolleegium vastustajaga (Konkurentsiametiga), kes leidis, et dividendi tulumaksukulu ei ole veeteenuse osutamiseks vajalik kulu, mistõttu ühisveevärgi ja –kanalisatsiooni seaduse (ÜVVKS) § 14 lõige 2 ei võimalda seda arvesse võtta. Lähtudes eeltoodust ning võtts arvesse, et kuni 30.06.2023 kehtinud ÜVVKS-i § 14 lõige 2 koosnes alapunktidest 1-6, laienes Riigikohtu seisukoht nimetatud lõikes sätestatud punktidele tervikuna. Kuna alates 01.07.2023 jõustunud ÜVVKS-i § 50 lõike 1 punkt 5 on sarnane kuni 30.06.2023 kehtinud ÜVVKS § 14 lõike 2 punktiga 5 (teenuse hinda kujundatakse nii, et vee-ettevõtjale oleks tagatud põhjendatud tulukus vee-ettevõtja poolt investeeritud kapitalilt), siis kohaldub Riigikohtu poolt esitatud seisukoht ka ÜVVKS § 50 lõike 1 punkti 5 silmas pidades.

Konkurentsiamet on seisukohal, et kuna § 14 lõige 2 koosnes punktidest 1-6 (uues ÜVVKS-is koosneb § 50 lõige 1 punktidest 1-5), laieneb kolleegiumi seisukoht kõikide loetletud punktide kohta (mitte üksnes punktis 1 nimetatud tegevuskulude kohta). Kuni 30.06.2023 kehtinud ÜVVKS § 14 lõike 2 alusel (uue ÜVVKS kohaselt § 50 lõige 1 punkti 5 alusel) arvutatakse põhjendatud tulukus (ärikasum) ettevõtja investeeritud kapitali (reguleeritava vara väärtuse) ja WACC-i korrutisena. Kuna kolleegium asus seisukohale, et dividendi tulumaksukulu ei ole põhjendatud, siis ei loe Konkurentsiamet põhjendatuks ka WACC-is dividendide tulumaksumäära kajastamist.

⁶³ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetoodika analüüs. Tartu 2014, lk 3.

Seetõttu laieneb kolleegiumi seisukoht ka põhjendatud tulukuse arvutamise aluseks olevale WACCi suurusele, sest kui rakendada tulumaksumäära, kujuneb WACC kõrgem ja seega kujuneb kõrgemaks ka teenuste hinda lülitatava põhjendatud tulukuse suurus ja müüdava teenuse hind tarbijale. Kolleegiumi seisukohaga tuleb lisaks veesektorile arvestada ka teiste reguleeritavate teenuste osutamisega tegelevate sektorite puhul (elektrienergia ülekanne ja jaotamine, gaasi ülekanne ja jaotamine, soojuse tootmine ja jaotamine ning UPT).

- 4) Rahandusministeerium oma vastuses⁶⁴ Eesti Jõujaamade ja Kaugkütte Ühingule ei soovinud tulumaksu puudutavas osas arvamust avaldada. Rahandusministeerium selgitas vastuses, et Konkurentsiameti juhendi ning selles sisalduva arvutusmeetodi näol on tegemist sõltumatu regulaatori regulatsiooniprintsiipe arvestava metoodikaga ning hinnata tuleks valemit tervikuna arvestades regulatsiooni eesmärki.

5. WACCi kujunemine

Konkurentsiamet kasutab WACCi arvutamisel käesoleva juhendi punktis 1 toodud Valemit 1, mis avaldub:

$$WACC = k_e \times \frac{OK}{VK + OK} + k_d \times \frac{VK}{VK + OK}$$

kus:

k_e – on omakapitali hind (%);

k_d – on võlakapitali (nimetatakse ka laenu- või võõrkapital) hind (%);

OK – on regulaatori poolt määratud omakapitali osakaal (%);

VK – on regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal (%);

VK+OK – on võla- ja omakapitali osakaalud kokku (%).

WACCi kujunemist erinevatele valdkondadele kajastab alljärgnev tabel 8.

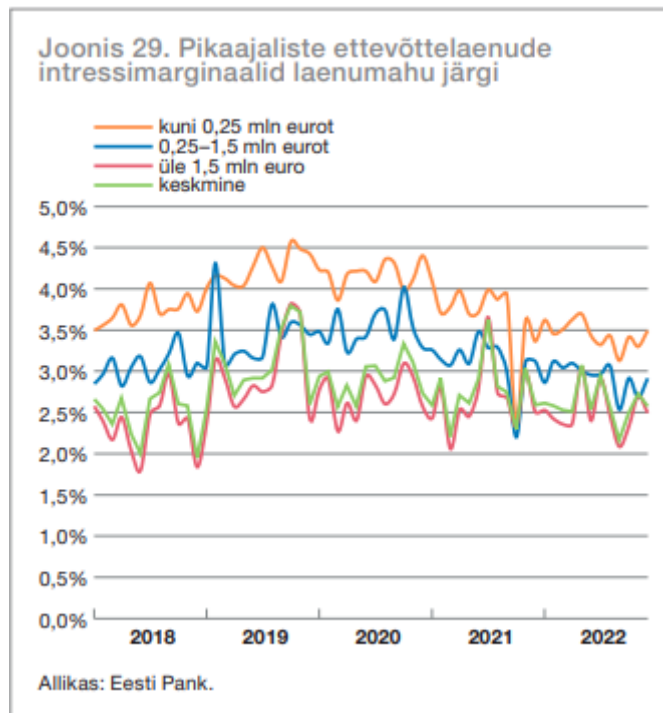
⁶⁴ 08.10.2019 kiri nr 5-1/5573-2.

Tabel 8. WACCi kujunemine

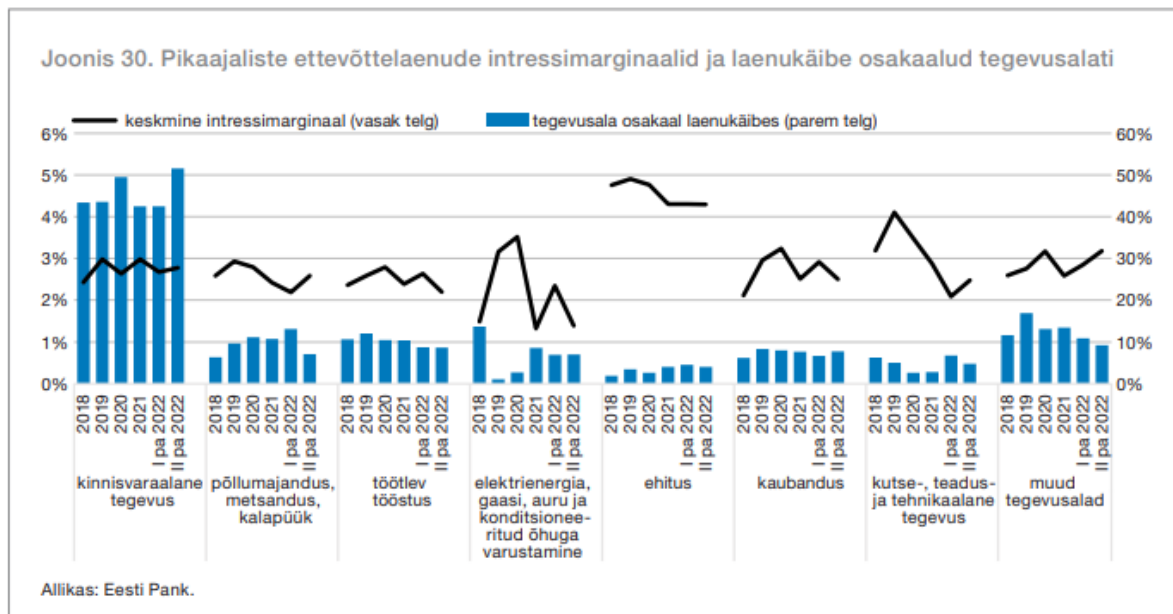
WACC arvestus (%-des)	Kaugküte		Elekter		Gaas		UPT	Vee-ettevõtjad
	soojuse tootjad	võrgu-ettevõtjad	põhivõrgu-ettevõtja	jaotusvõrgu-ettevõtjad	põhivõrgu-ettevõtja	jaotusvõrgu-ettevõtjad		
Eesti 10-a võlakirja nominaalne tulusus, (R _f) viimase kuue kuu keskmine	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89
Eesti riigiriski preemia, (R _c)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ettevõtja võlakapitali riskipreemia	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Võlakapitali kulukuse määr, (k_d)	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46
Eesti 10-a võlakirja nominaalne tulusus, (R _f) viimase kuue kuu keskmine	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89
Eesti riigiriski täiendav preemia, (R _c)	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Tururiskipreemia, (R _m)	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38
Beeta (võimendusega; β _a)	0,576	0,354	0,347	0,356	0,352	0,360	0,354	0,357
Beeta (võimendusega; β _e)	1,152	0,708	0,694	0,712	0,704	0,720	0,708	0,714
Omakapitali kulukuse määr, (k_e)	10,45	8,06	7,99	8,09	8,04	8,13	8,06	8,10
Tulumaksumäär (t=0%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Võlakapitali osakaal (wd)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Omakapitali osakaal (we)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WACC	7,46%	6,26%	6,22%	6,27%	6,25%	6,29%	6,26%	6,28%

Tabelis 8 kajastatud WACCi näitajaid rakendab Konkurentsiamet **alates 19.07.2023.**

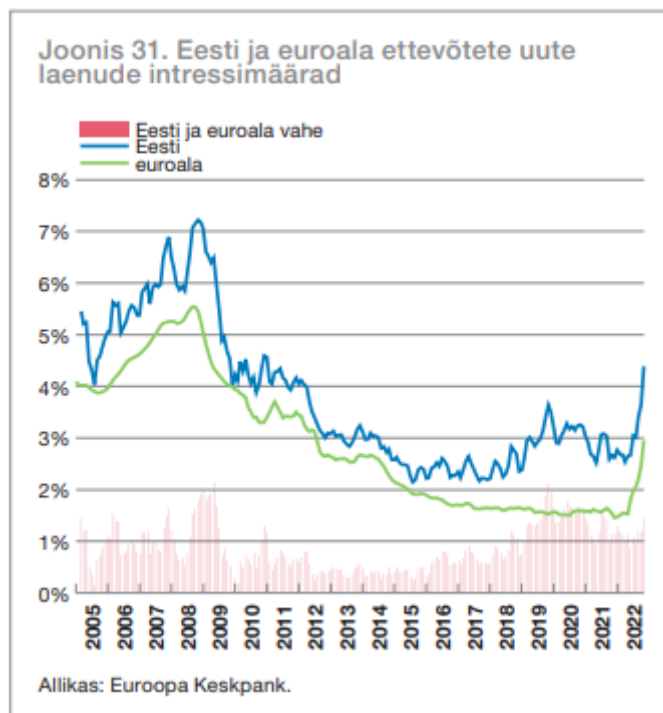
LISA 1. Väljavõte Eesti Panga 22.02.2023 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 16
https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-02/mru2023_est.pdf



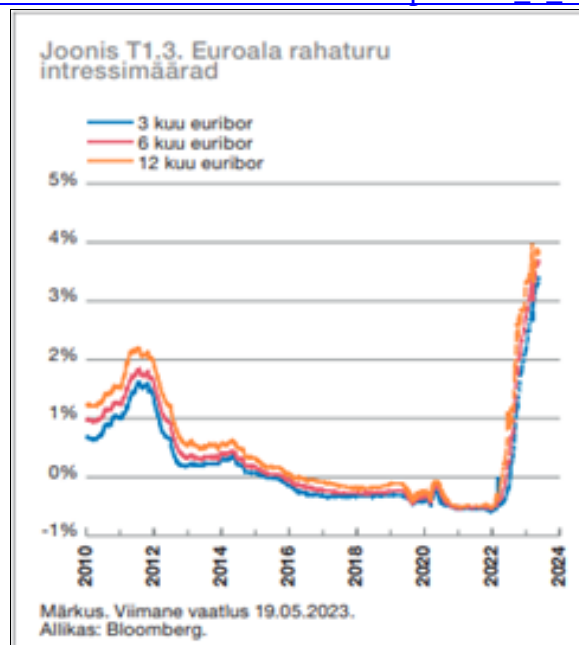
LISA 2. Väljavõte Eesti Panga 22.02.2023 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 16
https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-02/mru2023_est.pdf



LISA 3. Väljavõte Eesti Panga 22.02.2023 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 17
(https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-02/mru2023_est.pdf)



LISA 4. Väljavõte Eesti Panga publikatsioonist "Rahapoliitika ja Majandus 2023/2", lk 10.
(https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-06/rpm2023_2_est_d.pdf)



LISA 5. Väljavõte Eesti Panga publikatsioonist "Rahapoliitika ja Majandus 2023/2", (https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-06/rpm2023_2_est_d.pdf) lk 16

