

II

(Sporočila)

SPOROČILA INSTITUCIJ, ORGANOV, URADOV IN AGENCIJ EVROPSKE UNIJE

EVROPSKA KOMISIJA

SPOROČILO KOMISIJE

Obvestilo Komisije o izračunu stroškov kapitala za obstoječo infrastrukturo v okviru pregleda nacionalnih uradnih obvestil v sektorju elektronskih komunikacij EU, ki ga izvaja Komisija

(Besedilo velja za EGP)

(2019/C 375/01)

1. Uvod

1. V tem obvestilu je določena metodologija Komisije za oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) ⁽¹⁾ kot referenco v okviru pregleda osnutka ukrepov, ki jih nacionalni regulativni organi (v nadaljnjem besedilu: nacionalni regulativni organi ali regulativni organi) sporočijo na podlagi člena 7 okvirne direktive, ki je del regulativnega okvira EU za elektronske komunikacije (v nadaljnjem besedilu: okvir) ⁽²⁾. Člen 7 okvirne direktive bo z 21. decembrom 2020 nadomeščen s členom 32 novega Evropskega zakonika o elektronskih komunikacijah ⁽³⁾.

⁽¹⁾ Tehtano povprečje stroškov kapitala je vrednost, za katero mora vlagatelj prejeti nadomestilo za naložbo. V okviru ureditve telekomunikacij ustrezni nacionalni regulativni organ izračuna tehtano povprečje stroškov kapitala in ga prišteje najvišji dovoljeni veleprodajni ceni, ki jo lahko regulirani operater zaračuna za dostop do svoje infrastrukture. Za celovito razlago pojma tehtano povprečje stroškov kapitala glej oddelek 2 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽²⁾ Trenutno veljavni regulativni okvir zajema (i) Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2002/21/ES z dne 7. marca 2002 o skupnem regulativnem okviru za elektronska komunikacijska omrežja in storitve (okvirna direktiva) (UL L 108, 24.4.2002, str. 33), kakor je bila spremenjena z Direktivo 2009/140/ES (UL L 337, 18.12.2009, str. 37) in Uredbo (ES) št. 544/2009 (UL L 167, 29.6.2009, str. 12), (ii) Direktivo 2002/20/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. marca 2002 o odobritvi elektronskih komunikacijskih omrežij in storitev (Direktiva o odobritvi) (UL L 108, 24.4.2002, str. 21), (iii) Direktivo 2002/19/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. marca 2002 o dostopu do elektronskih komunikacijskih omrežij in pripadajočih naprav ter o njihovem medomrežnem povezovanju (Direktiva o dostopu) (UL L 108, 24.4.2002, str. 7), (iv) Direktivo 2002/22/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. marca 2002 o univerzalni storitvi in pravicah uporabnikov v zvezi z elektronskimi komunikacijskimi omrežji in storitvami (Direktiva o univerzalnih storitvah) (UL L 108, 24.4.2002, str. 51) ter (v) Uredbo (EU) št. 531/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. junija 2012 o gostovanju v javnih mobilnih komunikacijskih omrežjih v Uniji (UL L 172, 30.6.2012, str. 10), kakor je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2015/2120 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2015 (UL L 310, 26.11.2015, str. 1) in Uredbo (EU) 2017/920 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. maja 2017 (UL L 147, 9.6.2017, str. 1).

⁽³⁾ Direktiva (EU) 2018/1972 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. decembra 2018 o Evropskem zakoniku o elektronskih komunikacijah (UL L 231, 17.12.2018, str. 36) (v nadaljnjem besedilu: zakonik). Države članice morajo v skladu s členom 124(1) zakonika do 21. decembra 2020 sprejeti nacionalne ukrepe za prenos in jih uporabljati od navedenega datuma. Sklicevanje na direktive, razveljavljene z zakonikom, v obstoječih zakonih in drugih predpisih se šteje za sklicevanje na zakonik.

2. S tehtanim povprečjem stroškov kapitala se merijo stroški kapitala družb. Stroški kapitala so v skladu z ekonomsko teorijo ⁽⁴⁾ oportunitetni stroški izvedbe določene naložbe namesto drugačne naložbe z enakim tveganjem. Stroški kapitala so torej stopnja donosa, ki jo družba zahteva za izvedbo zadevne naložbe. Stroške kapitala je mogoče razdeliti na stroške lastniškega kapitala in stroške dolga, odvisno od vira financiranja.
3. Nacionalni regulativni organi tehtano povprečje stroškov kapitala uporabljajo v okviru reguliranja operaterjev, ki so določeni kot operaterji s pomembno tržno močjo. Naložijo lahko obveznosti cenovnega nadzora za zagotavljanje posebnih vrst medomrežnega povezovanja in/ali dostopa, kadar ni učinkovite konkurence. V primerih nadzora nad cenami nacionalni regulativni organi upoštevajo naložbe operaterja in dovolijo primerno stopnjo donosnosti. ⁽⁵⁾
4. Komisija je v okviru uradnih obvestil iz člena 7 ugotovila velike razlike v ocenah tehtanega povprečja stroškov kapitala za storitve, ki se zagotavljajo prek elektronskih komunikacijskih omrežij. Nedslednosti se pojavljajo ne le med državami članicami, ampak tudi skozi čas (tj. isti nacionalni regulativni organi v različnih obdobjih uporabljajo različne metode). Komisija meni, da bi lahko take metodološke nedslednosti izkrivljale naložbene spodbude na enotnem digitalnem trgu ⁽⁶⁾ in z oviranjem ustvarjanja usklajenih pogojev za naložbe v elektronska komunikacijska omrežja ogrozile razvoj notranjega trga ⁽⁷⁾.
5. Cilj okvira je zagotoviti, da nacionalni regulativni organi s sodelovanjem med seboj in s Komisijo prispevajo k razvoju notranjega trga, da se zagotovi razvoj dosledne regulativne prakse in dosledna uporaba okvira ⁽⁸⁾. V skladu s cilji okvira je namen tega obvestila povečati skladnost izračunov tehtanega povprečja stroškov kapitala po vsej Uniji.
6. Področje uporabe tega obvestila je omejeno na izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala za obstoječo infrastrukturo. Za namene tega obvestila obstoječa infrastruktura pomeni infrastrukturo operaterja s pomembno tržno močjo, ki ne plačuje pribitka za dostopovna omrežja naslednje generacije ⁽⁹⁾. V obvestilu ni obravnavana primernost ali izračun pribitkov za tveganje za dostopovna omrežja naslednje generacije, izključeno je tudi vsakršno upoštevanje ustreznosti obveznosti cenovnega nadzora za nova zelo visokozmogljiva omrežja, kakor so opredeljena v členu 2(2) zakonika ⁽¹⁰⁾.
7. V skladu s cilji okvira bi morali nacionalni regulativni organi, organ BEREC in Komisija prispevati k razvoju notranjega trga s spodbujanjem doslednih regulativnih pristopov in dosledno uporabo okvira ⁽¹¹⁾. Nacionalni regulativni organi bi morali poleg tega uporabljati objektivna, pregledna, nediskriminatorna in sorazmerna regulativna načela ⁽¹²⁾.
8. V skladu s cilji okvira to obvestilo temelji na naslednjih štirih regulativnih načelih: (i) *doslednosti* metodologije, ki se uporablja za določanje parametrov v enačbi za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala; (ii) *regulativni predvidljivosti*, da se omejijo nepričakovane razlike v regulativnem pristopu in vrednosti parametrov skozi čas; (iii) spodbujanju *učinkovitih* naložb in inovacij v novi in izboljšani infrastrukturi, ob upoštevanju tveganja podjetij, ki izvedejo naložbe, in (iv) *preglednosti* metode za določitev primerne stopnje donosnosti njihovih naložb, pri čemer se je treba izogniti nepotrebni zapletenosti.

⁽⁴⁾ Glej na primer Brealey, R. A., Myers, S., in Allen, F., *Principles of Corporate Finance* (Načela financiranja podjetij), McGraw Hill, 2014, poglavje 9.

⁽⁵⁾ V skladu s členom 13 okvirne direktive. V zvezi z okoliščinami, v katerih je lahko prilagodljivost veleprodajnih cen upravičena, glej tudi Priporočilo Komisije z dne 11. septembra 2013 o doslednih obveznostih nediskriminacije ter metodologijah za izračun stroškov za spodbujanje konkurence in izboljšanje okolja za naložbe v širokopasovne povezave (2013/466/EU) (UL L 251, 21.9.2013, str. 13), od 21. decembra 2020 pa člen 74 zakonika.

⁽⁶⁾ Cilj strategije za enotni digitalni trg (<https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/policies/shaping-digital-single-market>) je posameznikom in podjetjem omogočiti dostop do spletnih dejavnosti pod pogoji poštene konkurence ter varstva potrošnikov in podatkov.

⁽⁷⁾ V skladu s cilji iz člena 8(2)(b) in (c) okvirne direktive.

⁽⁸⁾ V skladu s cilji iz člena 7(2) in člena 8(3)(d) okvirne direktive.

⁽⁹⁾ V obvestilu se vnaprej ne presoja, ali so dodatni pribitki za konkretne naložbe (npr. dostopovna omrežja naslednje generacije) upravičeni. V zvezi s tem vprašanjem glej Priporočilo Komisije 2010/572/EU z dne 20. septembra 2010 o reguliranem dostopu do dostopovnih omrežij naslednje generacije (NGA) (v nadaljnjem besedilu: priporočilo o dostopovnih omrežjih naslednje generacije) (UL L 251, 25.9.2010, str. 35), zlasti točko 25 in Prilogo I. Nižji profil tveganja vlaganja v FTN/VDSL (v primerjavi z optiko do doma) je obravnavan v oddelku 6 Priloge I k priporočilu o dostopovnih omrežjih naslednje generacije. V takih primerih dostopovna omrežja naslednje generacije spadajo med obstoječo infrastrukturo.

⁽¹⁰⁾ Organ evropskih regulatorjev za elektronske komunikacije (BEREC) mora v skladu z zakonikom do 21. decembra 2020 izdati smernice o merilih, ki jih morajo omrežja izpolnjevati, da bi bila opredeljena kot zelo visokozmogljiva omrežja. Poleg tega zakonik vsebuje več določb o postopku migracije z obstoječe infrastrukture na nova zelo visokozmogljiva omrežja, na primer v členu 81.

⁽¹¹⁾ Glej člen 8(3)(d) in člen 8(5)(a) okvirne direktive.

⁽¹²⁾ Glej člen 8(5) okvirne direktive.

9. Cilj tega obvestila je izpolniti te cilje in prispevati k stabilnemu regulativnemu okolju, ki podpira učinkovite naložbe v elektronska komunikacijska omrežja v Uniji v korist končnih uporabnikov. Z njim se bo odvracalo od izkrivljanja naložb zaradi nedoslednosti v pristopih nacionalnih regulativnih organov skozi čas in po vsej Uniji, ki bi lahko škodovalo delovanju enotnega digitalnega trga.
10. Komisija si s tem obvestilom prizadeva zagotoviti večjo preglednost in predvidljivost svoje politike in odločanja na področju urejanja elektronskih komunikacij. Na podlagi metodologije iz tega obvestila se bodo letno izračunale in objavile vrednosti vsakega posameznega parametra tehtanega povprečja stroškov kapitala. Komisija bo te vrednosti uporabila kot referenco pri pregledu osnutkov ukrepov, priglasišenih na podlagi člena 7 okvirne direktive.
11. To obvestilo bo skupaj z letno objavo vrednosti parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala, ki bo skladna z obvestilom, zagotovilo večjo preglednost v zvezi z oceno stroškov kapitala, ki jo izvede Komisija, kadar bo to sestavni del ukrepov, o katerih je uradno obveščena na podlagi člena 7 okvirne direktive.
12. To obvestilo in priloženi delovni dokument služb Komisije ne posegata v razlago, ki jo lahko Komisija poda glede stroškov kapitala v drugih gospodarskih sektorjih.

2. Ocena tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC)

13. Tehtano povprečje stroškov kapitala se izračuna kot tehtano povprečje stroškov dveh virov financiranja družbe: dolga in lastniškega kapitala. Uteži izražajo relativni delež posameznega vira financiranja v skupni vrednosti podjetja:

$$\text{WACC} = R_E \times \frac{E}{D + E} + R_D \times \frac{D}{D + E}$$

pri čemer je:

— R_E strošek lastniškega kapitala;

— R_D strošek dolga;

— E vrednost lastniškega kapitala, pri čemer je $\frac{E}{D + E}$ delež lastniškega kapitala v vrednosti družbe ($D + E$) in

— D vrednost dolga, pri čemer je $\frac{D}{D + E}$ delež dolga v vrednosti družbe ($D + E$).

2.1. Stroški lastniškega kapitala

14. Stroški lastniškega kapitala so donos, ki ga mora družba zagotoviti svojim delničarjem kot nadomestilo za tveganje vlaganja/lastništva deleža družbe. Najpogosteje uporabljena metoda za oceno stroškov lastniškega kapitala je model določanja cen dolgoročnih naložb ⁽¹³⁾. Vsi nacionalni regulativni organi v sektorju elektronskih komunikacij stroške lastniškega kapitala ocenjujejo z uporabo modela določanja cen dolgoročnih naložb. Glavna razloga za to sta sorazmerna preprostost njegovega izračuna in dejstvo, da se že dolgo uporablja (v primerjavi z alternativami) ⁽¹⁴⁾. Po mnenju Komisije je ta pristop primeren za spodbujanje predvidljive in enotne metodologije v vseh nacionalnih regulativnih organih.

⁽¹³⁾ W. F. Sharpe, „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk“ (Cene dolgoročnih naložb: teorija uravnoteženosti trga v pogojih tveganja), *The Journal of Finance*, zv. 19 (september 1964), str. 425–442, in J. Lintner, „The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets“ (Vrednotenje tveganih sredstev in vključitev tveganih naložb v portfelje delnic in naložbene proračune), *The Review of Economics and Statistics*, zv. 47 (februar 1965), str. 13–37.

⁽¹⁴⁾ Za več informacij glej oddelek 2.1 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

15. V skladu z modelom določanja cen dolgoročnih naložb so vlagatelji na konkurenčnem trgu pripravljene vlagati v tvegane lastniške finančne instrumente, če je njihov donos višji od donosa, ki bi ga lahko zaslužili s sredstvom brez tveganja (netvegana stopnja donosa) ⁽¹⁵⁾. Ta dodatni donos se imenuje tržni pribitek na tveganje ali pribitek na kapitalsko tveganje ⁽¹⁶⁾.
16. V skladu z osnovno predpostavko modela določanja cen dolgoročnih naložb se lahko tveganja razdelijo v dve kategoriji:
- *posebna ali razpršljiva tveganja* ⁽¹⁷⁾: tveganja, ki jih je mogoče odpraviti z razprševanjem. Posebna tveganja običajno vplivajo na posamezno podjetje ali sektor, na primer sprememba cene surovine, ki jo uporablja družba ali sektor;
 - *sistematična ali nerazpršljiva tveganja* ⁽¹⁸⁾: tveganja, ki prizadenejo vsa podjetja v gospodarstvu, npr. spremembe obrestnih mer in splošnih ravni cen ali makroekonomski šoki na strani povpraševanja.
17. V okviru modela določanja cen dolgoročnih naložb se posebna ali razpršljiva tveganja ne bi smela upoštevati pri oceni stroškov kapitala. Na učinkovitih kapitalskih trgih bi morali biti namreč vlagatelji zmožni zmanjšati taka tveganja z razpršenim naložbenim portfeljem ⁽¹⁹⁾.
18. Sistematičnih tveganj nasprotno ni mogoče razpršiti. Zato se v ocenjenih stroških kapitala v modelu določanja cen dolgoročnih naložb upošteva le nadomestilo za sistematična tveganja.
19. V skladu z modelom določanja cen dolgoročnih naložb so stroški lastniškega kapitala vsota netvegane stopnje donosa in pribitka na kapitalsko tveganje, pomnožena s koeficientom *beta* ⁽²⁰⁾. Koeficient *beta* je vključen zaradi zajetja in prilagoditve za posebno občutljivost lastniškega kapitala na tržna nihanja.
20. V zvezi s tem se v okviru modela določanja cen dolgoročnih naložb stroški lastniškega kapitala izračunajo na naslednji način:
- $$R_E = RFR + \beta \times ERP$$
- pri čemer je:
- R_E strošek lastniškega kapitala;
 - RFR netvegana stopnja donosa;
 - β *beta* in
 - ERP pribitek na kapitalsko tveganje.

2.2. Stroški dolga

21. Stroške dolga je mogoče neposredno izmeriti kot obresti, ki jih družba plača na svoj dolg, vendar so pogosto izraženi kot vsota netvegane stopnje donosa in pribitka na dolg:

$$R_D = RFR + \text{pribitek na dolg}$$

pri čemer je:

- R_D strošek dolga;
- RFR netvegana stopnja donosa in

⁽¹⁵⁾ Donos, ki ga vlagatelji zahtevajo pri naložbi brez tveganja.

⁽¹⁶⁾ Donos, ki presega netvegano stopnjo donosa in ga vlagatelji pričakujejo za dodatno tveganje, povezano s tržno naložbo.

⁽¹⁷⁾ Posebna tveganja se lahko imenujejo tudi *nesistematična tveganja*, *preostala tveganja*, *edinstvena tveganja* ali *razpršljiva tveganja*.

⁽¹⁸⁾ Nerazpršljiva tveganja se lahko imenujejo tudi *tržna tveganja* ali *sistematična tveganja*.

⁽¹⁹⁾ Razpršenost je učinkovita, ker se cene različnih delnic ne gibljejo povsem enako (s statističnega vidika spremembe cen delnic niso popolnoma korelirane). V razpršenem naložbenem portfelju je verjetno, da se bo gibanje posameznih sredstev dolgoročno izravnalo z gibanjem drugih sredstev v portfelju.

⁽²⁰⁾ Beta je kovarianca med donosom sredstva (običajno tržna vrednost družbe) in tržnim donosom (običajno tržna vrednost delniškega indeksa, ki predstavlja celoten trg ali gospodarstvo), deljena z varianco tržnega donosa. Delnice s koeficientom beta, večjim od 1,0, povečujejo splošna gibanja na trgu, delnice s koeficientom beta med 0 in 1,0 pa jih zmanjšujejo. Če koeficient beta znaša na primer 0,5, bi se ob 1-odstotnemu zmanjšanju trga pričakovalo 0,5-odstotno zmanjšanje vrednosti naložbe. Če koeficient beta znaša 1,5, bi se ob 1-odstotnemu zmanjšanju trga pričakovalo 1,5-odstotno zmanjšanje vrednosti naložbe.

- pribitek na dolg je dodatni donos, ki ga posojilodajalci zahtevajo od družbe z danim kreditnim tveganjem, ki presega netvegano stopnjo donosa.

2.3. Ocena parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala

22. Enačba za oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala je:

$$WACC = \left[\left(\frac{E}{D+E} \right) \times (RFR + \beta \times ERP) \right] + \left[\left(\frac{D}{D+E} \right) \times (RFR + Debt\ Premium) \right]$$

23. Obstajata dva sklopa metodoloških predpostavk, ki vplivajo na vrednosti tehtanega povprečja stroškov kapitala, ki jih ocenjujejo nacionalni regulativni organi v vsej Uniji. Nekatere predpostavke so skupne več parametrom (npr. trajanje časa povprečenja), druge pa so značilne za en sam parameter v enačbi za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (npr. prilagoditev ocene koeficienta beta). Poleg tega je treba razlikovati je treba med dvema vrstama parametrov: tistimi, ki prikazujejo splošne gospodarske razmere (netvegana stopnja donosa in pribitek na kapitalsko tveganje), in tistimi, ki prikazujejo razmere, ki vplivajo na določene družbe (ali sektor industrije) (pribitek na dolg, koeficient beta ter razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom ⁽²¹⁾).
24. V naslednjih oddelkih sta obravnavana oba sklopa metodoloških predpostavk: skupni parametri v primerjavi s posameznimi parametri in splošne gospodarske razmere v primerjavi z razmerami, značilnimi za posamezno družbo.

3. Predpostavke, skupne več parametrom tehtanega povprečja stroškov kapitala

25. V naslednjih pododdelkih so opisane predpostavke, skupne več parametrom tehtanega povprečja stroškov kapitala.

3.1. Trajanje časa povprečenja

26. Čas povprečenja je trajanje referenčnega obdobja, ki ga regulatorji uporabijo za izračun povprečne vrednosti netvegane stopnje donosa, koeficienta beta in stroškov dolga.
27. Za zagotovitev doslednosti ocenjevanja parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala je po mnenju Komisije primerno za vse parametre uporabiti isti čas povprečenja. Daljši časi povprečenja bodo verjetno spodbudili večjo predvidljivost in stabilnost vrednosti parametrov, čeprav na račun nižje statične učinkovitosti. S petletnim časom povprečenja, ki ga nacionalni regulativni organi najpogosteje uporabljajo, bo verjetno doseženo pravo ravnovesje med predvidljivostjo in učinkovitostjo ⁽²²⁾.

3.2. Metoda povprečenja

28. Regulatorji se morajo pri ocenjevanju parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala odločiti, katero metodo povprečenja bodo uporabili. Običajno uporabijo (i) aritmetično sredino, (ii) geometrijsko sredino ali (iii) mediano.
29. Komisija meni, da je metoda aritmetične sredine najprimernejša za oceno parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala. Prvič, uporaba ene same metode povprečenja bo za zainteresirane strani verjetno preglednejša kot kombinacija več metod. Drugič, aritmetična sredina je najpogosteje uporabljen pristop in jo je najlažje izračunati ⁽²³⁾.

⁽²¹⁾ Razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom je merilo finančnega vzvoda družbe. Znesek dolžniškega financiranja primerja z zneskom lastniškega kapitala lastnika. Z razmerjem med dolžniškim in lastniškim kapitalom se določi utež stroškov dolga in stroškov lastniškega kapitala v tehtanem povprečju stroškov kapitala. Razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom je podrobneje pojasnjen v oddelku 5.3 tega obvestila.

⁽²²⁾ Za več informacij glej oddelek 5.1.1 (zlasti oddelek 5.1.1.4) delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽²³⁾ Glej oddelek 5.1.2 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

3.3. Pogostost obdobja vzorčenja

30. Pogostost opazovanj, ki jih regulativni organi uporabijo za oceno netvegane stopnje donosa, koeficienta beta in pribitka na dolg, je običajno dnevna, tedenska ali mesečna. Od izbire pogostosti opazovanj in trajanja časa povprečenja je odvisna velikost vzorca, zato lahko ta izbira vpliva na vrednosti parametrov in nazadnje na končno vrednost tehtanega povprečja stroškov kapitala.
31. Z uporabo iste pogostosti opazovanj za oceno vseh parametrov se zagotovi doslednost. Tedenska pogostost bo verjetno učinkovita izbira, saj bo v kombinaciji s petletnim časom povprečenja verjetno zagotovila zadostna opažanja za zanesljivo oceno in ublažitev morebitnih težav z nizko likvidnostjo delnic.

4. Parametri, ki izražajo splošne gospodarske razmere

32. Splošne gospodarske razmere izražata dva parametra tehtanega povprečja stroškov kapitala: netvegana stopnja donosa in pribitek na kapitalsko tveganje.

4.1. Netvegana stopnja donosa

33. Netvegana stopnja donosa je pričakovana stopnja donosa naložbe brez tveganja. Da bi bila naložba brez tveganja, mora biti tveganje neplačila enako nič, tveganja ponovne naložbe pa ne sme biti (tj. vlagatelj lahko prihodnja plačila obresti ponovno vloži z enako stopnjo donosa kot ob prvem nakupu sredstva). Nacionalni regulativni organi približek netvegani stopnji donosa običajno določijo z uporabo donosa domačih državnih obveznic.
34. Donosi državnih obveznic bodo verjetno ustrezno odražali zadevno domačo netvegano stopnjo donosa. Po mnenju Komisije se bo z uporabo domačih državnih obveznic in dosledno metodologijo zagotovilo, da bodo razlike v netveganih stopnjah donosa izražale dejanske razlike v pogojih financiranja med državami članicami.
35. Nacionalni regulativni organi pogosto uporabljajo državne obveznice s preostalo zapadlostjo ⁽²⁴⁾ 10 let. Donosi desetletnih obveznic so običajno manj nestanovitni kot kratkoročnejše obveznice in bolj skladni z dolgo življenjsko dobo naložb v elektronska komunikacijska omrežja. Komisiji se zato zdijo najprimernejša referenčna vrednost za namene tega obvestila ⁽²⁵⁾.
36. Za zagotovitev doslednosti pri oceni netvegane stopnje donosa je za donose državnih obveznic priporočljivo uporabiti en sam zanesljiv, pregleden in lahko dostopen vir informacij (npr. Eurostat ⁽²⁶⁾). Prilagoditev za programe kvantitativnega rahljanja centralne banke ni potrebna. ⁽²⁷⁾

4.2. Pribitek na kapitalsko tveganje

37. Pribitek na kapitalsko tveganje je pričakovani donos lastniških finančnih instrumentov, ki presega netvegano stopnjo donosa, tj. pričakovane dodatne obresti pri vlaganju v lastniške finančne instrumente z višjim tveganjem v primerjavi z obrestmi pri vlaganju v sredstva brez tveganja. Pribitek na kapitalsko tveganje je nadomestilo za dodatno tveganje vlaganja v lastniški kapital in ne v sredstvo brez tveganja.

⁽²⁴⁾ Preostala zapadlost je preostali čas do poplčila obveznice. V celotnem obvestilu se zapadlost obveznice nanaša na preostalo zapadlost obveznice.

⁽²⁵⁾ Glej oddelka 5.2.1.3 in 5.2.1.4 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽²⁶⁾ Eurostat mesečno objavlja donose desetletnih državnih obveznic za vsako državo članico (glej <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teimf050>).

⁽²⁷⁾ Glej oddelek 5.2.2 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

38. Komisija je opredelila razlike v pristopih, ki jih regulativni organi uporabljajo za oceno pribitka na kapitalsko tveganje, saj nekateri uporabljajo referenčno vrednost EU, drugi pa nacionalni pribitek na kapitalsko tveganje ali kombinacijo obeh. Pribitek na kapitalsko tveganje na ravni Unije je skladen z empiričnimi dokazi, ki kažejo, da so finančni trgi v Uniji vedno bolj povezani (kot je razvidno iz njihove povečane korelacije), zato so njihovi pribitki na kapitalsko tveganje usklajeni ⁽²⁸⁾. Navedeni pribitek je skladen tudi z dokazi o tem, da vlagatelji v telekomunikacijskem sektorju EU niso pristranski v korist domače države, saj je velik delež delničarjev družb v sektorju elektronskih komunikacij nedržavljanov zadevnih držav ⁽²⁹⁾. Komisija zato meni, da je za namene tega obvestila primeren enoten pribitek na kapitalsko tveganje na ravni Unije. Poleg tega je po mnenju Komisije v skladu s pristopom, ki ga regulativni organi najpogosteje uporabljajo, ta pribitek na kapitalsko tveganje na ravni Unije primerno oceniti z uporabo preteklih serij tržnih pribitkov v državah članicah.

5. Parametri, specifični za posamezno družbo

39. Nekateri parametri tehtanega povprečja stroškov kapitala zajemajo splošne gospodarske razmere (netvegano stopnjo donosa in pribitek na kapitalsko tveganje), drugi (koeficient beta, razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom ter pribitek na dolg) pa izražajo gospodarske razmere posamezne družbe, za katero regulativni organ oceni tehtano povprečje stroškov kapitala.
40. Regulativni organi se pri določitvi vrednosti parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala, specifičnih za posamezno družbo, običajno opirajo na skupino družb v sektorju elektronskih komunikacij (v nadaljnjem besedilu: skupina primerljivih družb), ki običajno vključuje njihove nacionalne operaterje s pomembno tržno močjo. Nacionalni regulativni organi vrednosti parametrov družb v skupini primerljivih družb uporabijo kot referenco za določitev ustreznih vrednosti za parametre, specifične za posamezno družbo, v svojih regulativnih ukrepih.
41. Prvi pomemben korak pri oceni parametrov, specifičnih za posamezno družbo, je odločitev o merilih za izbor družb, ki bodo del skupine primerljivih družb.

5.1. Merila za izbor skupine primerljivih družb

42. Za skupino primerljivih družb so najprimernejše družbe, ki kotirajo na borzi in imajo likvidne delnice ⁽³⁰⁾. Poleg tega so družbe, ki elektronske komunikacijske infrastrukture ne najemajo, ampak jo imajo v lasti, in ki svoje glavne dejavnosti izvajajo v Uniji, najprimernejše za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala v skladu z nameni tega obvestila.
43. Premisleki o učinkovitosti dajejo prednost omejitvi skupine primerljivih družb na družbe z bonitetno oceno naložbenega razreda ⁽³¹⁾ in družbe, ki niso vključene v večje združitve in prevzeme, saj bi to vplivalo na vrednost družbe na načine, ki niso povezani z njenim osnovnim sistematičnim tveganjem.
44. Skratka, z regulativnimi načeli, predstavljenimi v tem obvestilu, bi bila skladna naslednja merila. Družbe, izbrane za skupino primerljivih družb:
- kotirajo na borzi in imajo likvidne delnice,
 - imajo v lasti elektronsko komunikacijsko infrastrukturo in vlagajo vanjo,
 - svoje glavne dejavnosti izvajajo v Uniji,
 - imajo bonitetno oceno naložbenega razreda ter

⁽²⁸⁾ Glej oddelek 5.2.1.3 in 5.2.1.4 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽²⁹⁾ Glej oddelek 5.2.2.3 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽³⁰⁾ Delnice, s katerimi se manj trguje, morda ne bodo razkrile pravilne in najnovejše vrednosti osnovnih družb, ker jih ni mogoče enostavno prodati brez znatne spremembe cene. So tudi bolj nestanovitne od likvidnih.

⁽³¹⁾ Bonitetna ocena naložbenega razreda je odvisna od bonitetne agencije: ustreza bonitetnim ocenam od Aaa do Baa3 v primeru bonitetne agencije Moody's in ocenam od AAA do BBB v primeru bonitetne agencije Standard and Poor's.

— niso ali niso bile pred kratkim vključene v nobene večje združitve in prevzeme.

5.2. Beta vrednost lastniškega kapitala

45. V okviru modela določanja cen dolgoročnih naložb beta vrednost lastniškega kapitala izraža sistematično tveganje, ki mu je izpostavljena družba v primerjavi s povprečno družbo na trgu. V praksi se beta vrednost lastniškega kapitala oceni z regresijsko analizo, tj. z oceno korelacije med donosom delnice družbe in donosom tržnega indeksa (s katerim naj bi se približno ocenilo celotno gospodarstvo).
46. Evropski tržni indeks je bolj skladen z uporabo vrednosti pribitka na kapitalsko tveganje na ravni Unije kot domače vrednosti. V akademski literaturi se prednost daje splošnim indeksom in indeksom, tehtanim z vrednostjo ⁽³²⁾. V skladu s temi merili obstaja več tržnih indeksov, ki vključujejo evropske lastniške finančne instrumente, kot so STOXX Europe TMI ⁽³³⁾, S&P Europe 350 ⁽³⁴⁾, Eurostoxx50 ⁽³⁵⁾ in MSCI Europe ⁽³⁶⁾. Po mnenju Komisije je primerno uporabiti tržni indeks, ki predstavlja velik delež tržne kapitalizacije v prostem obtoku v Uniji (npr. STOXX Europe TMI).
47. Komisija meni, da pri ocenjevanju beta vrednosti lastniškega kapitala ni primerno izvesti prilagoditev ⁽³⁷⁾, saj se z njimi verjetno ne bo izboljšala učinkovitost cenilke beta vrednosti, ocena pa bo po nepotrebnem zapletena in manj pregledna.
48. Za primerjavo beta vrednosti družb znotraj skupine primerljivih družb, je treba njihove beta vrednosti lastniškega kapitala pretvoriti v beta vrednosti sredstev ⁽³⁸⁾ (tj. jih upoštevati brez zadolženosti). Beta vrednosti sredstev izražajo sistematično tveganje družb brez finančnega tveganja (tj. tveganja, povezanega s stopnjo finančnega vzvoda). Enostavna enačba za izračun beta vrednosti sredstev na podlagi beta vrednosti lastniškega kapitala je naslednja:

$$\beta_A = \beta_D \times \frac{D}{V} + \beta_E \times \frac{E}{V}$$

pri čemer je:

- β_A = beta vrednost sredstev;
- β_D = beta vrednost dolga;
- β_E = beta vrednost lastniškega kapitala;
- E = lastniški kapital družbe ;
- D = neto dolg družbe in
- V = vrednost družbe ($E+D$).

49. Pri ocenjevanju beta vrednosti dolga obstajajo velike praktične težave, vendar vrednosti običajno znašajo od 0 do 0,2 ⁽³⁹⁾. Z uporabo enotne vrednosti za beta vrednost dolga bi se zmanjšala zapletenost in izboljšala preglednost izračuna tehtanega povprečja stroškov kapitala. Vmesna beta vrednost dolga v višini 0,1 se zdi smiselna izbira.

⁽³²⁾ Glej oddelek 5.3.3.2 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽³³⁾ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>.

⁽³⁴⁾ <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-europe-350>.

⁽³⁵⁾ <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=sx5e>.

⁽³⁶⁾ <https://www.msci.com/europe>.

⁽³⁷⁾ Tradicionalne prilagoditve beta vrednosti lastniškega kapitala so tiste, ki so jih predlagali Dimson (odpravljanje izkrivljanj v oceni vrednosti beta pri uporabi dnevnih donosov zaradi neuskladenosti sprememb tržnega indeksa in časa, v katerem delnice družbe reagirajo nanje); Blume (dolgoročno naj bi se beta vrednost družbe nagibala k vrednosti 1) ali Vasicek (dolgoročno naj bi se beta vrednost družbe nagibala k povprečju panoge).

⁽³⁸⁾ S pretvorbo (neupoštevanjem zadolženosti) se odstrani učinek dolga na beta vrednost lastniškega kapitala (ali beta vrednost z upoštevanjem zadolženosti). Povedano drugače, pri beta vrednosti sredstev se ne upošteva posebna finančna struktura družbe, kar omogoča primerjave med beta vrednostmi različnih družb (ne glede na finančno strukturo posameznih družb).

⁽³⁹⁾ Glej The Brattle Group, Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in electronic communications networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization (Pregled pristopov k oceni primerne stopnje donosnosti naložb v elektronska komunikacijska omrežja v regulativnih postopkih in možnosti za uskladitev na ravni EU), končno poročilo objavljeno 14. julija 2016, str. 88, na voljo na povezavi <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/da1cbe44-4a4e-11e6-9c64-01aa75ed71a1/language-en>.

50. Za oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala se beta vrednost sredstev skupine primerljivih družb pretvori (nazaj) v beta vrednost lastniškega kapitala (tj. znova se upošteva učinek dolga na beta vrednost družbe) z uporabo zgornje enačbe, ki je pri izračunu beta vrednosti lastniškega kapitala naslednja:

$$\beta_E = \frac{\beta_A}{(1 - \frac{D}{V})} - \beta_D \times \frac{D}{E}$$

5.3. Razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom

51. Kot je bilo že navedeno, se podjetja lahko financirajo z dolgom (D) ali lastniškim kapitalom (E). Vsota dolga in lastniškega kapitala je enaka vrednosti družbe (V):

$$V = D + E$$

52. Delež dolga v vrednosti družbe (tj. $\frac{D}{V}$) se imenuje „razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom“. Razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom je količnik finančnega vzvoda. Pokaže, v kolikšni meri družbo financirajo posojilodajalci v primerjavi z delničarji.
53. Delež dolga (tj. $\frac{D}{V}$) in delež lastniškega kapitala (tj. $\frac{E}{V}$) se uporabita za izračun stroškov dolga (tj. $R_D \times \frac{D}{V}$) in stroškov lastniškega kapitala (tj. $R_E \times \frac{E}{V}$ ali $R_E \times (1 - \frac{D}{V})$) pri ocenjevanju tehtanega povprečja stroškov kapitala.
54. Najpogostejši pristop za oceno razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom, ki se šteje za primerne za namene tega obvestila, je uporaba knjigovodske vrednosti neto dolga družbe, vključno z vrednostjo finančnih zakupov⁽⁴⁰⁾.

5.4. Pribitek na dolg in stroški dolga

55. Stroške dolga je mogoče neposredno izmeriti kot obresti, ki jih družba plača na svoj dolg, ali posredno kot pribitek na netvegano stopnjo donosa.
56. Pribitek na dolg se lahko oceni kot razmik med domačo netvegano stopnjo donosa in donosom dolgoročnih podjetniških obveznic (čim bližje desetletni zapadlosti, uporabljeni za netvegano stopnjo donosa)⁽⁴¹⁾.
57. Po mnenju Komisije je stroške dolga zaradi doslednosti primerneje (posredno) oceniti kot vsoto netvegane stopnje donosa in pribitka na dolg.

6. Davki in inflacija

Davčna obravnava dolga in inflacijska pričakovanja vplivajo na tehtano povprečje stroškov kapitala, zato jih je treba vključiti v izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala.

6.1. Davki

58. Obresti na dolgove so za družbo izdatek, ki se odšteje pred plačilom davka. Tehtano povprečje stroškov kapitala po obdavčitvi je pri tej ugodni davčni obravnavi dolga naslednje:

$$WACC_{post-tax} = R_E \times \frac{E}{D + E} + R_D \times (1 - T_c) \times \frac{D}{D + E}$$

pri čemer:

— je R_E strošek lastniškega kapitala in R_D strošek dolga;

⁽⁴⁰⁾ Glej oddelek 5.3.4 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽⁴¹⁾ Glej oddelek 5.3.5 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu, in v njem navedeno literaturo.

sta $\frac{E}{D+E}$ in $\frac{D}{D+E}$ uteži lastniškega kapitala oziroma dolga glede na vrednost podjetja in

— je T_c mejna davčna stopnja.

59. Nacionalni regulativni organi stroške lastniškega kapitala (po obdavčitvi) ⁽⁴²⁾ običajno zvišajo na stroške lastniškega kapitala pred obdavčitvijo, da se izpolnijo zahteve vlagateljev v lastniški kapital, kakor so ocenjene z modelom določanja cen dolgoročnih naložb. Tehtano povprečje stroškov kapitala pred obdavčitvijo se izračuna tako, da se tehtano povprečje stroškov kapitala po obdavčitvi deli z $(1 - T_c)$, da se upoštevajo davki od dohodkov pravnih oseb, izraziti pa ga je mogoče na naslednji način:

$$WACC_{pre-tax} = \frac{WACC_{post-tax}}{1 - T_c}$$

60. Komisija meni, da je za oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala pred obdavčitvijo primerno uporabiti ustrezno domačo stopnjo davka od dohodkov pravnih oseb, kar je običajni pristop, ki ga uporabljajo nacionalni regulativni organi.

6.2. Inflacija

61. Vlagatelji povečajo svoj donos, prilagojen za inflacijo, ali realni donos. Nacionalni regulativni organi inflacijo običajno upoštevajo na dva načina ⁽⁴³⁾:

- inflacija se kompenzira z letno indeksacijo sredstev družbe, tako da se dovoli samo realni donos tehtanega povprečja stroškov kapitala, ali
- inflacijska pričakovanja so vključena v donos kapitala z uporabo nominalnega tehtanega povprečja stroškov kapitala, ne da bi se osnovno premoženje družbe kakor koli prilagodilo.

62. Nacionalni regulativni organi, ki uporabijo prvi pristop, nominalno tehtano povprečje stroškov kapitala običajno pretvorijo v realno tehtano povprečje stroškov kapitala. Ena od običajnih pretvorbenih metod je Fisherjeva enačba:

$$WACC_{Real} = \frac{(1 + WACC_{Nominal})}{(1 + \pi)} - 1$$

pri čemer je π stopnja inflacije.

63. Po mnenju Komisije je za države članice euroobmočja primerno uporabiti oceno inflacije na ravni euroobmočja, za države članice zunaj euroobmočja pa so lahko upravičene nacionalne ocene inflacije. V obeh primerih so primernejše ocene, usmerjene v prihodnost, ki po možnosti zajemajo obdobje, enako desetletni zapadlosti državnih obveznic, uporabljenih za oceno netvegane stopnje donosa. V praksi so desetletne napovedi inflacije redke, zato se lahko uporabijo kratkoročnejše napovedi (npr. Evropska centralna banka napoveduje inflacijo za pet let naprej).

7. Vloga organa BEREC in Komisije pri izračunu parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala

64. Službe Komisije so v pripravah na sprejetje obvestila tesno sodelovale z organom BEREC. Komisija je v okviru tega sodelovanja organ BEREC pozvala, naj parametre tehtanega povprečja stroškov kapitala oceni v skladu s pristopom, opisanim v tem obvestilu. Organ BEREC se je strinjal, da bo vsako leto ocenil in objavil vrednosti parametrov ⁽⁴⁴⁾. To bo močno olajšalo delo nacionalnih regulativnih organov pri pripravi rednih pregledov tehtanega povprečja stroškov kapitala in pregleda takih obvestil, ki ga bo izvedla Komisija.

⁽⁴²⁾ Glej oddelek 5.4.1 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽⁴³⁾ Glej oddelek 5.4 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽⁴⁴⁾ Organ BEREC se je na 38. rednem plenarnem zasedanju odbora regulatorjev, ki je potekalo 7. in 8. marca 2019, strinjal, da bo izračunal parametre tehtanega povprečja stroškov kapitala (BEREC je razmišljal o izračunu netvegane stopnje donosa in pribitka na kapitalno tveganje že leta 2019, beta vrednosti, razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom ter stroškov dolga pa od leta 2020). Nato se je izkazalo se je, da BEREC pričakuje, da bo do sredine leta 2020 objavil celoten sklop ustreznih parametrov. Sklepi tega zasedanja (BoR(19) 45) so na voljo na povezavi:

https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/board_of_regulators_meetings/meeting_conclusions/8549-conclusions-of-the-38th-berec-board-of-regulators-plenary-meetings-on-7-8-march-2019-in-budapest-hungary

65. Organ BEREC bo v okviru letnega izračuna v tesnem sodelovanju s Komisijo ocenil (i) parametre, ki prikazujejo splošne gospodarske razmere, in (ii) parametre, specifične za posamezno družbo, za skupino primerljivih družb.
66. Kar zadeva parametre, ki prikazujejo splošne gospodarske razmere, bo organ BEREC ocenil netvegano stopnjo donosa za vsako državo članico in enotni pribitek na kapitalsko tveganje na ravni Unije.
67. Kar zadeva parametre, specifične za posamezno družbo, bo organ BEREC pripravil seznam družb, primernih za skupino primerljivih družb, ter za vsako družbo na seznamu ocenil beta vrednost lastniškega kapitala, razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, pribitek na dolg in stroške dolga. Poleg tega bo opisal dejavnike, na podlagi katerih bodo lahko nacionalni regulativni organi s seznama upravičeno črtali eno ali več družb, da bi upoštevali nacionalne posebnosti.

8. Pogostost pregledov tehtanega povprečja stroškov kapitala

68. Nacionalni regulativni organi tehtano povprečje stroškov kapitala določajo/pregledujejo različno pogosto, in sicer od več kot enkrat letno do enkrat vsakih štiri do pet let. Ta razlika v pogostosti je eden od dejavnikov, ki vplivajo na razlike v vrednostih tehtanega povprečja stroškov kapitala med državami članicami.
69. Z večjo usklajenostjo pogostosti izračunov tehtanega povprečja stroškov kapitala med državami članicami bi se zmanjšale neupravičene razlike v vrednostih tehtanega povprečja stroškov kapitala.
70. Komisija meni, da je za upoštevanje najnovejših gospodarskih razmer nacionalno vrednost tehtanega povprečja stroškov kapitala primerno posodobiti vsaj enkrat letno ⁽⁴⁵⁾.

9. Prehodno obdobje za sprejetje metodologije iz tega obvestila

71. Komisija bo pri pregledu uradnih obvestil v okviru postopka iz člena 7 od 1. julija 2020 praviloma uporabljala metodologijo, opisano v njem. V upravičenih primerih in na zahtevo nacionalnega regulativnega organa priglasiatelja Komisija v prehodnem obdobju največ enega leta pregleda osnutkov ukrepov ne bo izvedla na podlagi te metodologije (od 1. julija 2020) ⁽⁴⁶⁾. Upravičeno bi bilo na primer, kadar bi se zaradi pregleda na podlagi te metodologije, če bi jo uporabil nacionalni regulativni organ, znatno spremenila vrednost tehtanega povprečja stroškov kapitala, kar bi ogrozilo regulativno stabilnost in predvidljivost. V enoletnem prehodnem obdobju enega leta bo Komisija upoštevala tudi, ali je na voljo celoten sklop parametrov WACC, ki jih objavi BEREC, in možnost, da se nacionalni regulativni organi pri analizi oprejo na te parametre.

⁽⁴⁵⁾ Glej oddelek 8 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.

⁽⁴⁶⁾ Glej oddelek 9 delovnega dokumenta služb Komisije, priloženega temu obvestilu.