

Valstybinei kainų ir energetikos kontrolės komisijai
Verkių g. 25C-1, LT-08223 Vilnius
El. p.: rastine@regula.lt

2015-08-10 Nr. SKL-15-116
Į 2015-07-20 Nr. R2-(E)-2399

DĖL INVESTICIJŲ GRAŽOS NORMOS NUSTATYMO METODIKOS PROJEKTO IR KITŲ KOMISIJOS NUTARIMŲ PAKEITIMO PROJEKTŲ DERINIMO

UAB „Fortum Klaipėda“ (toliau – **Įmonė**) 2015 m. liepos 20 d. raštu Nr. R2-(E)-2399 gavo Valstybinės kainų ir energetikos kontrolės komisijos (toliau – **Komisija**) prašymą teikti pastabas bei pasiūlymus pagal paskelbtos viešosios konsultacijos dėl investicijų gražos normos nustatymo metodikos projekto (toliau – **Metodikos projektas**) bei kitų Komisijos nutarimų, kuriais eliminuojamos persidengiančios atskirų sektorių kainodarą reglamentuojančių metodikų nuostatos, pakeitimo projektus.

Atsižvelgdama į šį Komisijos prašymą Įmonė teikia žemiau išvardintas pastabas bei pasiūlymus dėl Metodikos projekte numatytų nuostatų:

1. Vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC) yra verslo finansavimo kaina, tačiau ši kaina nebūtinai atitinka ūkio subjekto pelną. Pavyzdžiui, ūkio subjekto finansavimo kaštai gali būti lygūs leidžiamam WACC dydžiui, tačiau ūkio subjekto pelnas gali būti aukštesnis nei WACC, nes ūkio subjektas susimažino savo prognozuotas veiklos sąnaudas įgyvendindamas efektyvumą gerinančias iniciatyvas. Tuo tarpu reguliuojamas WACC nustato maksimalią gražą, kitaip tariant, ilgalaikę laukiamą vidutinę minimalią gražą, kurią šilumos sektoriuje veikiantis ūkio subjektas gali tikėtis uždirbti investuodama į šį sektorių. Tačiau dėl įvestų apribojimų metodikoje rizika uždirbti šį investicijų gražos lygį yra asimetriška, t.y. ūkio subjektas turi prisiimti neigiamo rezultato riziką, tačiau teigiamo rezultato rizikos prisiimti neleidžiama. Todėl ūkio subjektas negali išlaikyti aukščiau paminėto pelningumo lygio, nes neužtikrinamos tinkamos sąlygos jį pasiekti. Mes siūlome, kad Komisija įvertintų protingumo kriterijų atitinkančią skatinamąją dedamąją virš maksimalaus WACC dydžio, kuri įmonėms leistų uždirbti iš jų verslo subalansuojant sąlygas tarp verslo rizikos ir pelno. Pavyzdžiui, kaip ankstesnėje Šilumos kainų nustatymo metodologijos redakcijoje, nepriklausomiems šilumos gamintojams, iki 2014 m. birželio 1 d. atitinkamoje centralizuoto šilumos tiekimo sistemoje pakeitusiems iškastinio kuro naudojimą atsinaujinančių išteklių kuro arba atliekų naudojimui, taip pat nepriklausomiems šilumos gamintojams, pradėjusiems šilumos gamybai naudojančių atsinaujinančius energijos išteklius ar atliekas įrenginių statybą (turintiems statybą leidžiantį dokumentą) ir iki 2014 m. birželio 1 d. raštu informavusiems Komisiją apie atitikimą bent vienam Šilumos ūkio įstatymo 10 straipsnio 3 dalyje nurodytam privalomos kainodaros taikymo kriterijui, taikytas Metodikos redakcijos, galiojusios

iki 2013 m. gruodžio 31 d., 80.2.1.1 punkte nustatytas papildomos 6% investicijų gražos normos skatinimas. Tai itin aktualu ir tuo aspektu, kad šilumos gamintojo (tiekėjo) kainą riboja ne tik nustatytas WACC procentinis dydis, bet šilumos gamintojas (tiekėjas) turi prisiimti šilumos tiekimo į šilumos tinklus riziką, kuri tiesiogiai priklauso nuo jo sėkmės mėnesiniuose šilumos pardavimo aukcionuose. Todėl ilgalaikėje perspektyvoje tokiam ūkio subjektui net nėra įmanoma pasiekti šio WACC lygio. O tai yra svarbu ir dėl ilgo turto nusidėvėjimo laikotarpio, kuris didina investicijų neatsipirkimo riziką.

2. Metodikos projekte siūloma nuostata taikyti vienodą optimalią skolinto ir nuosavo kapitalo struktūrą (60 %/ 40%) visiems reguliuojamiems sektoriams yra prieštaringa, nes atskirų sektorių rizikingumas yra skirtingas. Kuo rizikingesnis sektorius, tuo bankai, skolindami įmonėms lėšas reikalauja aukštesnio nuosavo kapitalo lygio. Šilumos sektorius yra rizikingesnis nei elektros ar gamtinių dujų, ši rizika atitinkamai turi atsispindėti ir optimalioje skolinto ir nuosavo kapitalo struktūroje, pavyzdžiui Estijoje nustatyta optimali skolinto ir nuosavo kapitalo struktūra šilumos sektoriui yra 50%/50%.¹
3. Taip pat atkreiptinas dėmesys į tai, kad Metodikos projekte numatyta optimali skolinto ir nuosavo kapitalo struktūra taikytina tik kaip ribojanti nuostata ir Metodikos projektas siūlo taikyti faktinę skolinto ir nuosavo kapitalo struktūrą, jei skolos proporcija yra didesnė. Mūsų nuomone, tai nėra teisinga, ir Komisija investicijų gražą turėtų vertinti tik optimalią kapitalo struktūrą. Metodikos nuostata, kad įmonės apskaičiuodamos investicijų gražos dydį, kuris skaičiuojamas tiek pagal faktinę, tiek pagal optimalią kapitalo struktūrą, bet kuriuo atveju turi pasirinkti sau nepalankesnę investicijų gražos normos variantą, nesukuria iš principo skaidraus ir aiškaus Metodikos taikymo mechanizmo rinkoje. Be to, svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad ir santykinio rizikos matmens, t. y. beta dydžio, ir skolos rizikos premijos dydžio nustatymas yra tiesiogiai priklausomas nuo optimalios kapitalo struktūros. Neteisingas kapitalo struktūros parinkimas gali sąlygoti tai, kad versle faktiškai reikalinga investicijų graža bus nepakankamai įvertinta, nes WACC buvo sumažintas tik iki optimalaus įsiskolinimo lygio.
4. Metodikos projekto 6 punkte numatytos skolinto kapitalo kainos skaičiavimo nuostatos numato, kad ūkio subjekto faktinės ilgalaikių paskolų palūkanų normų svertinis vidurkis negali būti didesnis nei to paties laikotarpio Lietuvos banko skelbiamų nefinansinėms korporacijoms suteiktų ilgalaikių paskolų litais ir eurais palūkanų normų vidurkis. Tačiau pagal Lietuvos banko skelbiamą informaciją ši palyginamoji kategorija neapima visų ilgalaikių paskolų rūšių, tokių kaip a) paskolos su kintamosiomis palūkanų normomis; b) paskolų, kurių palūkanų normos užfiksuojamos trumpesniai nei vienerių metų periodui, o tolesniems periodams taikomos kintamos palūkanų normos. Todėl Metodikoje vertinamos tik dalis naujai išduodamų paskolų ilgesniam nei vienerių metų terminui. Be to, remiantis Lietuvos

¹ Šaltinis: Estijos Konkurencijos tarnyba: 2013 m. vidutinės svertinės kapitalo kainos nustatymo instrukcijos

banko duomenimis, didžioji naujai išduodamų ilgesniam nei vienerių metų periodui paskolų dalis yra išduodama su kintamosiomis palūkanomis, todėl reikšminga rinkos duomenų dalis neatspindi Metodikos projekto nuostatose.

Metodikos projekte skolinto kapitalo kaina yra pagrindžiama tik vieninteliu kintamuoju - Lietuvos banko skelbiama vidutine palūkanų norma. Tačiau Lietuvos banko teikiami palūkanų normų duomenys apie nefinansinems korporacijoms suteiktų ilgalaikių paskolų litais ir eurai palūkanų normas neužtikrina pakankamo skaidrumo ir aiškumo, nes pateikiami statistiniai duomenys neatskleidžia ir kitos itin svarbios informacijos nei apie besiskolinančias įmones, nei apie paskolas, kurios patenka į statistinę imtį: a) korporacijų apyvarta ar pelningumas; b) pramonės šaka, kurioje veikia įmonės; c) tikslinių įmonių kreditingumas; d) vidutinė suteiktų paskolų trukmė; e) vidutinis suteiktų paskolų dydis.

Tai yra žymūs Metodikos projekto trūkumai, todėl mes siūlome taikyti skolinto kapitalo kainos nustatymo metodą, kuris taikomas kai kurių Europos reguliuojančių institucijų (tokių kaip Office of Gas and Electricity Markets (Ofgem) Didžiojoje Britanijoje ar Estonian Competition Authority (ECA) Estijoje), ir kuris skolinto kapitalo kainą išskaido į smulkesnes rizikos dedamąsias:

$$R_d = R_f + R_c + \text{Skolinto kapitalo rizikos premija}$$

kur,

R_d - skolinto kapitalo kaina, proc.

R_f - nerizikingų investicijų gražos norma, proc.

R_c – šalies rizikos premija

Skolinto kapitalo rizikos premija – papildoma marža prie ūkio subjekto skolinto kapitalo kainos.

Metodikos projekte sudaroma prielaida, kad šilumos sektoriaus ūkio subjektai atnaujins savo paskolų portfelį kasmet (skolinto kapitalo kaina vertinama kaip palūkanų norma, už kurią ūkio subjektas gali gauti ilgalaikę paskolą), neatitinka verslo realybės. Tokia prielaida gali būti naudinga šilumos sektoriaus ūkio subjektams tada, kai rinkoje palūkanų normos auga, tačiau ir nuostolinga, kai palūkanų normos krenta. Įvairių šalių praktikoje yra taikomi skirtingi požiūriai į skolinto kapitalo dedamąsias, kitų šalių reguliuojančios institucijos kaip palyginamąjį dydį skolinto kapitalo kainos dydžiui kontroliuoti naudoja nerizikingų investicijų gražos normos, pavyzdžiui, 10-ies metų vyriausybinių obligacijų, ir sektoriui būdingos skolinimosi maržos sumą, kuri leidžia stabiliau ir patikimiau įvertinti paskolų kainą ilgesniu periodu.

5. Be to, Lietuvos bankas po euro įvedimo jau nebeskelbia informacijos apie nefinansinems korporacijoms suteiktų ilgalaikių paskolų litais ir eurai palūkanų normas, o nuo 2015 m. sausio 1 d. skelbiamos paskolų eurai euro zonos rezidentams naujų susitarimų palūkanų normos ir sumos ne finansų bendrovėms. Todėl siūlome

pritaikyti Metodikos projekto nuostatas prie Lietuvos banko skelbiamos palūkanų normos informacijos.

6. Metodikos projekto 7.1. punktas siūlo pakeisti nuosavo kapitalo grąžos dedamosios vertinimo bazę: nerizikingų investicijų grąžos normos nustatymui naudoti nebe ne trumpesnės nei 10 metų, o 5 metų arba artimos trukmės (t. y., nuo 1643 dienų iki 2008 dienų) Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių (toliau – VVP) litais ir (arba) eurais aukcionų, vykusių per paskutinius 5 metus iki paskutinio mėnesio, prieš nustatant Komisijai nuosavo kapitalo kainą, proc., vidutinio svertinio pelningumo (pagal patenkintas paraiškas) aritmetinį vidurkį, proc. Mes sutinkame, kad 10-ies metų trukmės vyriausybės obligacijų trūkumas yra tai, kad jų likvidumas yra labai žemas, tuo tarpu 5-ių metų ir panašios trukmės vyriausybinių obligacijų likvidumas yra žymiai didesnis. Tačiau, būtina atkreipti dėmesį į tai, kad kuo trumpesnis VVP terminas, tuo žemesnis ir jų pelningumas. Todėl mes siūlome atlikti keleto euro zonos šalių vidutinio termino ir ilgesnio termino VVP palyginamąją analizę ir šios analizės pagrindu Metodikoje siūlome įvesti koreguojančią dedamąją, kuri kompensuotų žemesnę trumpesnio termino VVP grąžą.

Kita siūloma taikyti alternatyva – tai kitos euro zonos valstybės žymiai aukštesnio likvidumo VVP, pavyzdžiui, Vokietijos 10-ies metų vyriausybės obligacijos palūkanų norma, kuri galėtų būti naudojama kai palyginamasis dydis, skaičiuojant nuosavo kapitalo grąžą. Tik šiuo atveju, reiktų atspindėti ir Lietuvos šalies riziką įvertinant atitinkamą rizikos premiją.

7. Metodikos projekte numatyta, kad nuosavybės rizikos premija nustatoma kaip šalies su išvystyta kapitalo rinka (konkrečiai JAV) nuosavybės rizikos premijos ir papildomos Lietuvos rinkos rizikos premijos suma, remiantis viešai prieinamais duomenų šaltiniais. Mes manome, kad JAV rinkos, kaip bazinės, duomenų naudojimas nėra tinkamas, nes visa JAV ir Lietuvos ekonomika žymiai skiriasi, todėl gali kilti problemų dėl duomenų tikslumo ir palyginamumo. Todėl mes siūlome tęsti tiriamąjį darbą siekiant suformuluoti tikslesnį vaizdą apie dabartinę taikytiną nuosavybės rizikos premijos dydį bei santykinę rizikos matmenį (beta faktorių), atitinkančią ūkio šakos rizikingumo lygį, palyginti su bendru šalies ūkio rizikingumu.

Pagarbiai,

Technikos direktorius

Tomas Eikinas



Originalas nebus siunčiamas.

Ekonomistė L.Meškienė, (8 46) 240 667, lina.meskiene@fortum.com