

# **Metoda określania kosztu zaangażowanego kapitału dla operatorów systemów elektroenergetycznych na lata 2023 – 2028**

## Spis treści

1. WPROWADZENIE .....	3
2. FORMUŁY WYKORZYSTYWANE DO WYZNACZANIA WACC W KRAJACH EUROPEJSKICH.....	3
3. STRUKTURA FINANSOWANIA AKTYWÓW (UDZIAŁ DŁUGU) .....	4
4. KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO (CofE) .....	5
4.1. STOPA WOLNA OD RYZYKA (Rfr) .....	5
4.2. MIARA RYZYKA ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁU (współczynnik equity beta) .....	8
4.3. PREMIA ZA RYZYKO UDOSTĘPNIENIA KAPITAŁU WŁASNEGO .....	9
5. KOSZT KAPITAŁU OBCEGO (CofD).....	10
6. ZASADYUSTALANIA UZASADNIONEJ WARTOŚCI WACC W OKRESIE 2023 – 2028.....	10
7. UZASADNIONA WARTOŚĆ WACC W OKRESIE 2023 – 2028.....	11

## 1. WPROWADZENIE

Niniejszy dokument prezentuje metodę ustalania uzasadnionego poziomu średnioważonego kosztu kapitału (dalej: „WACC”, z ang. Weighted Average Cost of Capital) dla operatorów systemów elektroenergetycznych na lata 2023 – 2028.

Przyjęta metoda zakłada brak corocznej aktualizacji parametrów kształtujących średnioważony koszt kapitału.

Opracowanie wykorzystuje raport przygotowany przez Radę Europejskich Regulatorów Energii (CEER) pn. „Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2021”, dalej „Raport 2021”, zawierający m.in. przegląd modeli regulacyjnych stosowanych na rynku energii elektrycznej i gazu, w krajach członkowskich Unii Europejskiej, Islandii i pięciu krajach członkowskich Energy Community Regulatory Board (tj. Ukraina, Albania, Gruzja, Czarnogóra i Północna Macedonia) – łącznie 33 kraje. Jego istotna część poświęcona jest analizie metod kalkulacji stopy zwrotu z kapitału.

Kompetencje Prezesa URE w zakresie określania uzasadnionego poziomu wynagrodzenia kapitału zaangażowanego w działalność energetyczną zostały określone w art. 23 ust. 2 pkt 3 lit. c) ustawy – Prawo energetyczne, zgodnie z którym „Do zakresu kompetencji Prezesa URE należy ustalanie wysokości uzasadnionego zwrotu z kapitału, o którym mowa w art. 45 ust. 1 pkt 1, dla przedsiębiorstw energetycznych przedkładających taryfy do zatwierdzenia”.

Inwestowanie w sektor energetyczny wiąże się z angażowaniem wysokich środków finansowych, a sam proces inwestycyjny jest stosunkowo długotrwały i bardzo często skomplikowany. W przypadku większych projektów – od podjęcia samej decyzji inwestycyjnej do oddania do użytkowania nowego obiektu infrastruktury sieciowej upływa zazwyczaj kilka lat (3-5). Stabilność i przewidywalność warunków inwestowania dla przedsiębiorstw infrastrukturalnych, jakimi są operatorzy systemów elektroenergetycznych, w dłuższej perspektywie jest ważnym czynnikiem, który inwestorzy biorą pod uwagę, decydując gdzie lokować kapitał. W sektorze energetycznym, oprócz jasnych i stabilnych regulacji prawnych, wynikających z obowiązujących przepisów prawa, istotne znaczenie ma podejście organu regulacyjnego, który w ramach przyznanych mu kompetencji współtworzy właściwe otoczenie niezbędne do inwestowania i pozyskiwania kapitału, ustalając m.in. zasady kalkulacji kosztu kapitału, który jest jednym z elementów składowych kalkulacyjnego przychodu regulowanego przedsiębiorstwa.

## 2. FORMUŁY WYKORZYSTYWANE DO WYZNACZANIA WACC W KRAJACH EUROPEJSKICH

Raport 2021 pokazuje, że podobnie jak w latach ubiegłych wśród Regulatorów, zarówno w obszarze energii elektrycznej jak i gazu, nie ma jednolitego podejścia w zakresie sposobu ustalania kosztu kapitału. W przeważającej większości krajów (21) kalkulowany jest on jako średnioważony koszt kapitału (WACC z ang. Weighted Average Cost of Capital) w wartości nominalnej ustalany jako WACC pre-tax, lub WACC post-tax lub WACC wanilla. W 11 krajach stosowany jest WACC w wartości realnej, również jako WACC pre-tax, lub WACC post-tax lub WACC wanilla.

Różnica pomiędzy WACC pre-tax i WACC wanilla polega na nieuwzględnianiu w przypadku drugiej z formuł tzw. tarczy podatkowej, czyli korzyści dla inwestora finansującego się kapitałem dłużnym, która wynika z faktu, że odsetki od kapitału dłużnego oprocentowanego stanowią koszt przedsiębiorcy, pomniejszający podstawę opodatkowania. W przypadku korzystania z formuły WACC wanilla konieczne jest zatem uwzględnienie w przychodzie regulowanym zobowiązań podatkowych.

W sytuacji, gdy WACC liczony jest według formuły  $WACC_{post-tax}$  niezbędna jest wiedza na temat efektywnej stopy podatku dochodowego jaką osiąga inwestor, która może różnić się od stopy nominalnej ze względu np. na ulgi z jakich korzysta. WACC obliczany według formuły pre-tax, jak sama nazwa wskazuje, uwzględnia pokrycie dla zobowiązań podatkowych inwestora.

W 11 krajach stosowany jest WACC w wartości realnej, w przeważającej większości jako  $WACC_{pre-tax}$ . Zależność pomiędzy realnym a nominalnym kosztem kapitału przedstawia poniższa formuła:

$$WACC_{realny} = \frac{1 + WACC_{nominalny}}{1 + InfR} - 1$$

gdzie:

$InfR$  – stopa inflacji.

**W dotychczasowej praktyce regulacyjnej koszt kapitału ustalany był w wartości nominalnej według formuły  $WACC_{pre-tax}$  i Prezes URE uznał za zasadne kontynuowanie tego podejścia.**

$$WACC_{pre-tax} = CofD \cdot \frac{D}{D+E} + CofE \cdot \frac{1}{1-t} \cdot \frac{E}{D+E}$$

gdzie:

$WACC_{pre-tax}$  – średnioważony, nominalny koszt kapitału przed opodatkowaniem;

$CofD$  – koszt kapitału obcego;

$CofE$  – koszt kapitału własnego;

$D$  – kapitał obcy;

$E$  – kapitał własny;

$t$  – stopa podatkowa.

Dla wyznaczenia wartości średnioważonego kosztu kapitału istotne są ustalenia w zakresie:

- a. struktury finansowania aktywów,
- b. kosztu kapitału własnego,
- c. kosztu kapitału obcego,

które przedstawiono w dalszej części dokumentu.

### 3. STRUKTURA FINANSOWANIA AKTYWÓW (UDZIAŁ DŁUGU)

Kalkulacyjny udział kapitału obcego przyjmowany do wyznaczenia poziomu WACC może być ustalany w różny sposób. Od przyjęcia – na podstawie sprawozdań finansowych – rzeczywistej struktury kapitałów danego przedsiębiorstwa, po wyznaczoną przez Regulatora (w różny sposób) pożądaną strukturę kapitałów. Regulatorzy europejscy, w zdecydowanej większości, wyznaczają docelowy, optymalny udział długu odzwierciedlany w kalkulacji kosztu kapitału.

Poniżej przedstawiono wartości maksymalne i minimalne współczynnika udziału kapitału obcego dla operatorów systemów elektroenergetycznych w wybranych krajach europejskich.

Tabela 1. Graniczne wartości współczynnika udziału długu w strukturze kapitałów, przyjmowanego do ustalenia WACC, w krajach europejskich

Graniczne wartości udziału długu	OSP	OSD
minimum	31%	31%
maksimum	60%	65%

Najczęściej występujący poziom udziału kapitału obcego przyjmowanego do kalkulacji kosztu kapitału w Raporcie 2021 r., stosowany przez elektroenergetycznych operatorów przesyłowych i dystrybucyjnych w krajach członkowskich, kształtował się na poziomie ok. 50%.

Od 2011 r. do kalkulacji WACC dla operatorów systemów elektroenergetycznych przyjmowana jest modelowa struktura finansowania, która przewidywała stopniowy wzrost zaangażowania obcych środków finansowych w elektroenergetyczne projekty inwestycyjne. W ostatnim roku objętym wytycznymi dla okresu regulacji 2011 – 2015 wskaźnik zadłużenia został przyjęty na poziomie 50% i utrzymany zarówno w kolejnym wieloletnim okresie regulacji 2016 – 2020 oraz w rocznych okresach regulacyjnych począwszy od roku 2021.

Ze względu na efekt tarczy podatkowej, finansowanie aktywów długiem obniża średnioważony koszt kapitału przedsiębiorcy. Nie oznacza to jednak, że należy dążyć do wykorzystywania wyłącznie obcych źródeł finansowania, gdyż niewielkie zaangażowanie źródeł własnych zwiększa z kolei ryzykowność przedsięwzięcia, postrzeganą z perspektywy finansujących, którzy oczekują wówczas wyższych premii za ryzyko udostępnienia swojego kapitału dla przedsiębiorstwa – w efekcie koszt kapitału obcego rośnie.

**Biorąc pod uwagę powyższe Prezes URE uznał za zasadne utrzymanie w całym okresie 2023 - 2028 modelowego udziału kapitału obcego w kalkulacji WACC – tj. 50%.**

## 4. KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO (CofE)

Koszt kapitału własnego to koszt jaki ponosi przedsiębiorstwo korzystając z własnego finansowania. Istnieją różne metody kalkulacji kosztu kapitału własnego, jednak najczęściej wykorzystywana przez Regulatorów europejskich bazuje na modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM z ang. Capital Asset Pricing Model), który przy wykorzystaniu nieskomplikowanych formuł służących do obliczeń ma co istotne ugruntowane podstawy teoretyczne.

Koszt kapitału własnego wg modelu CAPM wyznacza się zgodnie z poniższym wzorem:

$$CofE = R_{fr} + e\beta * ERP$$

gdzie:

$R_{fr}$  – stopa wolna od ryzyka;

$e\beta$  – miara ryzyka zaangażowania kapitału (współczynnik equity beta);

$ERP$  – premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (z ang. Equity Risk Premium).

### 4.1. STOPA WOLNA OD RYZYKA (Rfr)

Stopa wolna od ryzyka [ $R_{fr}$ ], jest parametrem wykorzystywanym do ustalenia wielkości zarówno kosztu kapitału własnego jak i kapitału obcego. Jest to zwrot na kapitale, jakiego może oczekiwać inwestor

bez ponoszenia ryzyka lub jako stopa zwrotu z inwestycji postrzeganych przez inwestorów jako bezpieczne.

Najczęściej jej wysokość ustalana jest na podstawie notowań obligacji skarbowych o długim terminie wykupu emitowanych przez dane państwo członkowskie. Zwykle analizowane są bony skarbowe o jednakowym horyzoncie zapadalności, ale zdarza się też, że Regulatorzy biorą pod uwagę różne obligacje państwowe. W niektórych krajach podstawą wyznaczenia Rfr są instrumenty finansowe emitowane przez inne kraje członkowskie. W jednym przypadku przyjmowane są papiery wartościowe emitowane przez rząd USA. Zazwyczaj ta sama metoda ma zastosowanie do ustalenia stopy wolnej od ryzyka dla wszystkich regulowanych rynków energetycznych w danym kraju.

Odmienność podejścia przejawia się również w długości okresu przyjmowanego do analizy notowań – najczęściej Rfr ustalana jest na podstawie notowań odpowiednich instrumentów w okresie 5 lub więcej lat.

Poziom stopy wolnej od ryzyka ma istotny wpływ na wysokość uzasadnionego kosztu WACC.

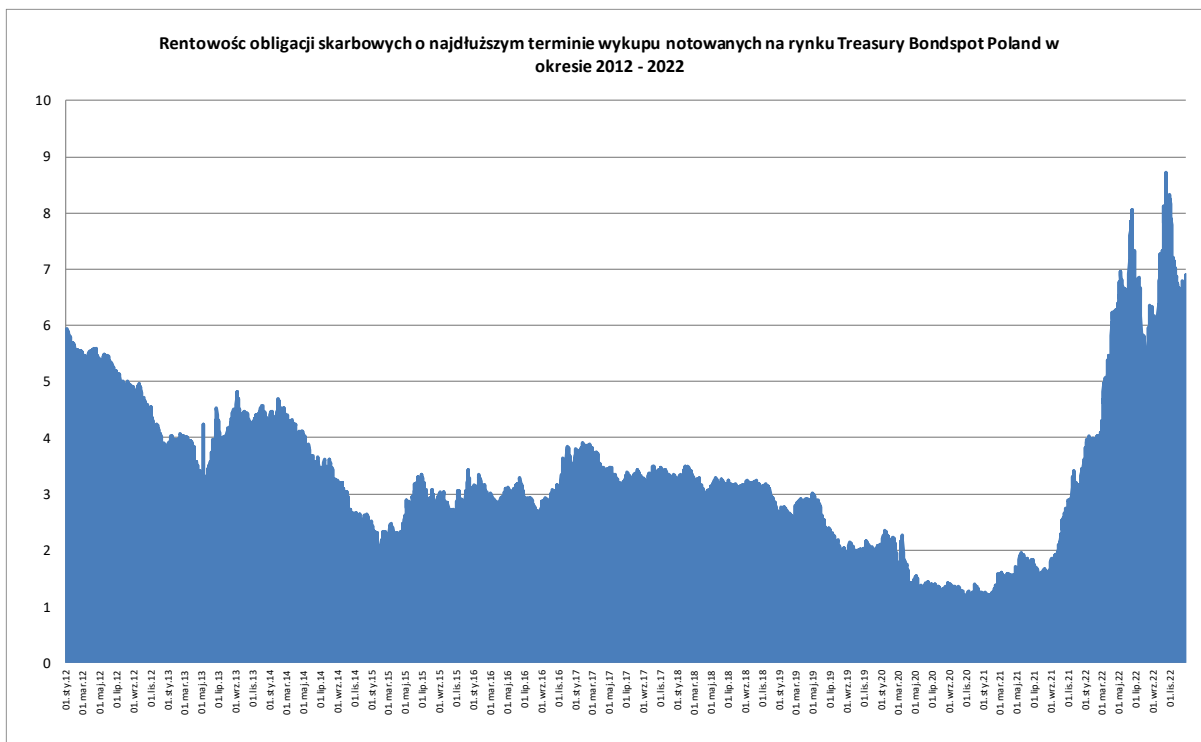
Dotychczas (zgodnie z wytycznymi obowiązującymi od taryfy na rok 2022) stopa wolna od ryzyka dla przedsiębiorstw elektroenergetycznych wyznaczana była raz na kwartał na podstawie historycznych notowań 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o najdłuższym terminie wykupu z 36 miesięcy poprzedzających kwartał złożenia wniosku o zatwierdzenie taryfy, notowanych na Rynku Treasury BondSpot Poland<sup>1</sup>.

W efekcie takiego podejścia koszt kapitału (WACC) przyjmowany do kalkulacji taryf zmieniał się co kwartał, w ślad za zmianami w poziomie stopy wolnej od ryzyka. W latach 2009 – 2012 notowania ww. papierów skarbowych kształtowały się na poziomie 5-6%, w okresie 2013 – 2019 oscylowały w przedziale 2-4%, od początku 2020 r. do końca 3 kwartału 2021 r. nie przekraczały 2%, natomiast od końca 2021 r. rozpoczął się okres stopniowego – początkowo łagodnego, później gwałtownego – wzrostu notowań obligacji Skarbu Państwa – osiągający w październiku 2022 r. historyczne maksima (8,73% w dniu 21 października 2022 r.). Sytuacja na rynkach finansowych była odpowiedzią inwestorów na ogólnoswiatowy kryzys gospodarczy wywołany pandemią Covid-19 i kolejno destabilizacją i niepewnością, szczególnie w Europie – spowodowaną przez wybuch wojny na Ukrainie.

Wykres poniżej prezentuje zmienność notowań obligacji Skarbu Państwa o najdłuższym terminie wykupu notowanych na Treasury BondSpot Poland w latach 2012 – 2022.

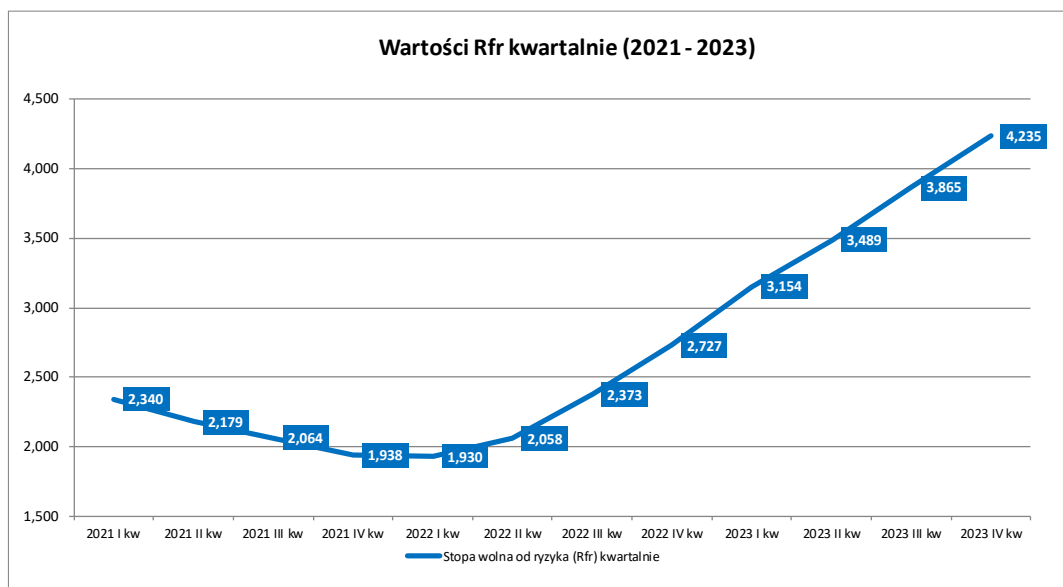
---

<sup>1</sup> Wartości stopy wolnej od ryzyka, które należy przyjmować do kalkulacji taryf publikowane są na stronie internetowej URE na początku każdego kwartału pod adresem Komunikaty Prezesa URE - Urząd Regulacji Energetyki ([ure.gov.pl](http://ure.gov.pl))



Wzrost rentowności obligacji skarbowych znajduje odzwierciedlenie w stopniowym wzroście wartości stopy wolnej od ryzyka [Rfr], którego dynamika i amplituda jest jednak wyłuszczone przez uśrednianie wartości notowań z 36 miesięcy.

Wyszczególnienie	Rfr [%]			
	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	2,340	2,179	2,064	1,938
2022	1,930	2,058	2,373	2,727
2023	3,154	3,498	3,865	4,235



Wartość stopy wolnej od ryzyka obowiązującej dla wniosków o zatwierdzenie taryf na rok 2023 (czyli w 4 kwartale roku 2022), zgodnie z dotychczasową Metodą ustalona została jako średnia wartość z notowań obligacji skarbowych w okresie 36 miesięcy poprzedzających ten kwartał, tj. w okresie od 1 października 2019 r. do 30 września 2022 r. i wyniosła 2,727%<sup>2</sup>. Kalkulacja ww. wartości obejmowała okres ok. 20 miesięcy kiedy rentowność obligacji była niska (poniżej 2%). W efekcie uzasadniona wartość WACC na rok 2023, zgodnie z obowiązującą Metodą wyniosła 5,781%.

Należy jednak zauważyć, że ze względu na przedstawione powyżej uwarunkowania polityczno-ekonomiczne kontynuacja dotychczasowego podejścia w okresie 2023 - 2028, przy założeniu trafności prognoz makroekonomicznych ekspertów dotyczących stopniowego obniżania się inflacji, stóp referencyjnych NBP i w efekcie rentowności obligacji skarbowych, wiązałyby się początkowo z prawie 70% wzrostem średniorocznej wartości stopy wolnej od ryzyka w 2024 roku (w stosunku do średniej wartości z 2023 roku), dalszym wzrostem o ok. 26% w 2025 roku (w stosunku do średniej wartości z 2023 roku), a następnie jej znacznym spadkiem w 2028 roku. W konsekwencji średnioroczny poziom WACC w 2024 roku byłby wyższy o prawie 35% od wartości WACC z 2023 roku, poziom WACC w 2025 roku byłby wyższy o ok. 17% od wartości WACC z 2024 roku, a następnie jego średnioroczna wartość w 2028 roku odnotowałaby spadek na zbliżonym poziomie (tj. ok 30%). Stanowiłoby to dodatkowy czynnik (oprócz rosnących planów inwestycyjnych), wywierający presję na wahania poziomu stawek opłat za usługi związane z dystrybucją energii elektrycznej w okresie 2023 – 2028.

Prezes URE, mając na uwadze prognozy dotyczące zmiany stopy wolnej od ryzyka i w rezultacie ich wpływ na zmiany stawek opłat taryfowych, nawiązał współpracę z Narodowym Centrum Analiz Ekonomicznych (NCAE). Celem tego działania było pozyskanie prognoz w zakresie kształtowania się poziomu stopy wolnej od ryzyka w okresie 2023 – 2028, tj. w okresie objętym nowymi Planami Rozwoju operatorów systemów dystrybucyjnych elektroenergetycznych, będących odzwierciedleniem potrzeb inwestycyjnych określonych przez tych operatorów w związku z pracami nad Kartą Efektywnej Transformacji Sieci Dystrybucyjnych Polskiej Energetyki (KET). NCAE przygotował trzy warianty prognozy, zróżnicowane ze względu na tempo i okres dochodzenia do celów makroekonomicznych polskiej gospodarki, które następnie zostały wykorzystane do oszacowania prognozowanych wartości WACC w okresie kolejnych 6 lat.

#### 4.2. MIARA RYZYKA ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁU (współczynnik equity beta)

Całkowite ryzyko związane z projektem inwestycyjnym dzieli się na **ryzyko systematyczne**, na które narażony jest cały rynek (np. konflikty, recesje, kryzys gospodarczy) oraz **ryzyko niesystematyczne**, które jest ściśle związane z danym projektem.

Model CAPM, o którym mowa w p. 4 nie uwzględnia wynagrodzenia inwestorów za ryzyko niesystematyczne, natomiast miarą ryzyka systematycznego jest współczynnik *equity beta* ( $e\beta$ ).

Informuje on jaka jest relacja pomiędzy zmiennością stopy zwrotu z danej inwestycji w stosunku do rynkowej stopy zwrotu z szerokiego portfela rynkowego aktywów.

Obecnie, w kalkulacji taryf krajowych operatorów systemów elektroenergetycznych współczynnik *equity beta* wyznaczany jest ze wzoru:

$$e\beta = a\beta \cdot (1 + (1 - t) \cdot \left(\frac{D}{E}\right))$$

---

<sup>2</sup> Stopa wolna od ryzyka - Urząd Regulacji Energetyki ([ure.gov.pl](http://ure.gov.pl))



gdzie:

$a\beta$  – współczynnik asset beta;

$t$  – stopa podatkowa;

$D$  – dług;

$E$  – kapitał własny.

Wartość *equity beta* równa jedności oznacza typowy poziom ryzyka, wyższa od jedności charakteryzuje inwestycję o podwyższonym ryzyku, zaś mniejsza od jedności cechuje przedsięwzięcia o względnie niskim ryzyku. Zatem inwestowanie w przedsiębiorstwach z wyższym poziomem beta jest bardziej ryzykowne niż w przedsiębiorstwach z niższym beta. W przypadku żadnego z Regulatorów europejskich wartość *equity beta* nie jest wyższa od 1.

W większości państw wartości współczynnika *asset beta* ( $a\beta$ ) oblicza się wykorzystując wyniki analiz rynku swojego kraju oraz innych rynków krajowych. Przy czym w kalkulacji *equity beta* najczęściej wykorzystywana jest metoda uwzględniająca wpływ podatku. Najczęściej występująca wartość *asset beta* ( $a\beta$ ) wynosi 0,4.

Tabela 2. Graniczne wartości współczynnika *asset beta* dla przedsiębiorstw elektroenergetycznych w krajach europejskich

graniczne wartości współczynnika <i>asset beta</i> w wybranych krajach europejskich	OSP	OSD
minimum	0,32%	0,32%
maksimum	0,507%	0,54%

**Aktualnie przyjmowana wartość asset beta wynosi 0,4 i Prezes URE uznał za zasadne utrzymanie tej wartości w okresie 2023 – 2028.**

### 4.3. PREMIA ZA RYZYKO UDOSTĘPNIENIA KAPITAŁU WŁASNEGO

Premia za ryzyko udostępniania kapitału własnego (ERP – Equity Risk Premium / MRP – Market Risk Premium; w dostępnych materiałach te dwie pozycje są często stosowane zamiennie, choć w przywołanym wcześniej Raporcie CEER są podane wartości dla MRP) jest nadwyżkową częścią całkowitej oczekiwanej stopy zwrotu nad stopę zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka, czyli ponad stopę wolną od ryzyka (pkt 4.1 powyżej). Jest ona głównie miarą apetytu inwestorów na ryzyko i jest czynnikiem rynku, a nie czynnikiem specyficznym dla danej firmy czy też sektora.

W krajach europejskich najczęściej stosowane metody określenia premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego obejmują: analizy własne Regulatorów dotyczące ryzyka na krajowych rynkach akcji, raporty eksperckie niezależnych ekonomistów, jak również analizy własne Regulatorów bazujące na metodologii DMS (The Dimson-Marsh-Staunton Global Returns Database, Morningstar Inc.).

Tabela 3. Wartości graniczne premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego dla przedsiębiorstw elektroenergetycznych w krajach europejskich

graniczne wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego	OSP	OSD
minimum	3,50%	3,75%
maksimum	8,00%	7,55%

Zauważalny jest wzrost granicznych wartości ERP / MRP, co świadczy o tym, że inwestorzy są mniej chętni do lokowania kapitału w sektor elektroenergetyczny – oczekują zachęt w postaci większej premii za ryzyko rynkowe. Średnia wartość premii za ryzyko dla kapitału własnego dla OSD elektroenergetycznych wynosi pomiędzy 5,2% a 5,3%.

Prezes URE uznał za zasadne przyjęcie wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego do poziomu najczęściej stosowanego przez Regulatorów europejskich, co oznacza, że w okresie 2023 – 2028 wynosić ona będzie 5%.

## 5. KOSZT KAPITAŁU OBCEGO (CofD)

Koszt kapitału obcego to koszt jaki poniesie przedsiębiorstwo korzystając z zewnętrznego finansowania oprocentowanego i wyznaczyć go można na podstawie poniższego wzoru:

$$CofD = Rfr + DP$$

gdzie:

*Rfr* – stopa wolna od ryzyka (ustalana zgodnie z p. 4.1;

*DP* – premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla przedsiębiorstwa.

W niektórych przypadkach koszt kapitału obcego przyjmowany jest w rzeczywistej wartości wynikającej z oprocentowania instrumentów dłużnych wykorzystywanych przez danego operatora. Najczęściej stosowane metody określenia premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego w krajach europejskich obejmują: analizę zarówno rentowności obligacji korporacyjnych spółek energetycznych, jak i rentowności obligacji skarbowych oraz uwzględniają warunki rynkowe danego kraju.

Poniżej przedstawiono maksymalne i minimalne wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału obcego operatorom systemów elektroenergetycznych w wybranych krajach europejskich.

Tabela 4. wartości graniczne premii za ryzyko udostępniania kapitału obcego dla przedsiębiorstw elektroenergetycznych w krajach europejskich

graniczne wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału obcego	OSP	OSD
minimum	0,50%	0,56%
maksimum	3,76%	3,25%

Jak wynika z kolejnych raportów CEER dotyczących warunków inwestowania w sektor elektroenergetyczny, maksymalne wartości tego parametru ulegają stopniowemu obniżaniu, minimalne zaś nieznacznie wzrastają. Wartość najczęściej występująca wynosi 1%. Premia dla długu jest tym wyższa im niższy jest rating wiarygodności kredytowej danego kraju.

Prezes URE dla okresu 2023 – 2028 za zasadne uznał przyjęcie premii za ryzyko udostępniania kapitału obcego na poziomie 1%.

## 6. ZASADY USTALANIA UZASADNIONEJ WARTOŚCI WACC W OKRESIE 2023 - 2028

Biorąc pod uwagę konsekwencje stosowania dotychczasowej metody (nieunikniony wzrost WACC i w efekcie stawek opłat taryfowych, a następnie istotny spadek tych wielkości), kierując się równoważeniem interesów odbiorców energii elektrycznej i przedsiębiorstw energetycznych, Prezes

URE uznał za zasadne modyfikację sposobu ustalania stopy wolnej od ryzyka i wprowadził stałą wartość WACC w całym okresie obowiązywania nowych Planów Rozwoju (2023 – 2028), zwaną wartością bazową, z możliwością przedłużenia jej obowiązywania na ostatnie lata KET tj. 2029 – 2030 ( przy całym okresie na jaki obowiązuje KET tj. 2023 – 2030).

Stać wartość WACC została ustalona jako średnia arytmetyczna z wartości WACC skalkulowanych dla poszczególnych lat okresu 2023 – 2028 z wykorzystaniem prognoz w zakresie kształtowania się poziomu stopy wolnej od ryzyka przygotowanych przez NCAE w powyższym okresie oraz przy założeniu pozostałych niezmiennych elementów wyznaczania WACC, w tym z uwzględnieniem podwyższonej wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego.

Wprowadzenie stałej, uśrednionej wartości średnioważonego kosztu kapitału w okresie kolejnych 6 lat jest w ocenie Prezesa URE korzystne zarówno dla odbiorców energii elektrycznej, jak i dla przedsiębiorstw energetycznych. Stała wartość WACC z jednej strony wyhamowuje znaczne wahania stawek opłat dla odbiorców (początkowy ich wzrost, a następnie spadek), a z drugiej zaś będzie elementem przyczyniającym się do zachowania stabilności przychodów przedsiębiorstw energetycznych, a tym samym przewidywalności warunków ich funkcjonowania, w szczególności dotyczących zasad wynagradzania ich majątku infrastrukturalnego i planowanych nakładów inwestycyjnych na jego odtwarzanie i rozwój.

## 7. UZASADNIONA WARTOŚĆ WACC W OKRESIE 2023 – 2028

- 7.1. Mając na uwadze zakres kompetencji określony w art. 23 ust. 2 pkt 3 lit. c) ustawy – Prawo energetyczne, jak również opisane w niniejszym dokumencie założenia, Prezes URE uznał za zasadne wyznaczenie **stałej wartości średnioważonego kosztu kapitału (WACC) na poszczególne lata okresu 2023 – 2028 na poziomie 7,478%**.
- 7.2. Uwzględniając obecne jak i stojące przed operatorami systemów elektroenergetycznych wyzwania związane z rosnącymi potrzebami inwestycyjnymi, jakie zostały określone w podpisanej Karcie Efektywnej Transformacji Sieci Dystrybucyjnych Polskiej Energetyki oraz ich istotną rolę w procesie transformacji energetycznej w Polsce, Prezes URE uznał za uzasadnione podwyższenie WACC o premię za reinwestowanie w okresie 2023 – 2028, w celu zapewnienia finansowania postanowień KET. Wysokość premii za reinwestowanie będzie podlegała corocznej ocenie przez Prezesa URE w trakcie postępowań o zatwierdzenie taryf przedkładanych przez OSD.

**Minimalny poziom premii za reinwestowanie w całym okresie obowiązywania nowej Metody tj. w latach 2023 – 2028 wynosi 1%.**

- 7.3. Powyższe zasady dotyczące sposobu ustalenia kosztu zaangażowanego kapitału (WACC) dla operatorów systemów elektroenergetycznych (opisane w pkt 7.1. i 7.2.) mogą zostać przedłużone przez Prezesa URE na okres 2029 – 2030 będący okresem ostatnich lat KET (przy całym okresie na jaki obowiązuje KET tj. 2023 – 2030).