

# Metodologia określania wskaźnika kosztu kapitału zaangażowanego dla operatorów systemów gazowych na lata 2024 – 2028



Departament Rynku Paliw Gazowych  
Warszawa, 2023

## 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 ( <i>CofE</i> ) .....	5
4.1. STOPA WOLNA OD RYZYKA ( <i>Rfr</i> ) .....	5
4.2. MIARA RYZYKA ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁU (współczynnik equity beta). .....	8
4.3. PREMIA ZA RYZYKO UDOSTĘPNIENIA KAPITAŁU WŁASNEGO.....	9
5. KOSZT KAPITAŁU OBCEGO .....	10
6. UZASADNIONA WARTOŚĆ WACC W OKRESIE OD 1 STYCZNIA 2024 R. DO 31 GRUDNIA 2028 R.....	11

## 1. WPROWADZENIE

Niniejszy dokument prezentuje metodologię ustalania uzasadnionego poziomu średnioważonego kosztu kapitału (ang. WACC) dla operatorów systemów gazowych na okres 2024 – 2028. Będzie miał on zastosowanie do ustalania taryf przedsiębiorstw prowadzących działalność w zakresie przesyłania, dystrybucji, magazynowania, skraplania i regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego w okresie od 1 stycznia 2024 r. do 31 grudnia 2028 r.

Opracowanie wykorzystuje najnowszy raport przygotowany przez Radę Europejskich Regulatorów Energii (CEER) pn. „Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2022”, dalej „Raport 2022”, 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 istotną 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”. Istotne jest, że stosownie do postanowień art. 45 ust. 1 pkt 1a ww. ustawy – wskaźnik kosztu zaangażowanego kapitału w przypadku przedsiębiorstw zajmujących się magazynowaniem paliw gazowych nie może być niższy niż 6%.

Inwestowanie w sektor energetyczny wiąże się z zaangażowaniem wysokich nakładów a sam proces inwestycyjny jest stosunkowo długotrwały. W przypadku większych projektów - od podjęcia decyzji inwestycyjnej do oddania do użytku nowego obiektu upływa zazwyczaj kilka lat (3-5). Stabilność warunków inwestowania 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 warunki do inwestowania, 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 2022 pokazuje, że podobnie jak w latach ubiegłych wśród Regulatorów, zarówno w obszarze gazu jak i energii elektrycznej, nie ma jednolitego podejścia w zakresie sposobu ustalania kosztu kapitału. W przeważającej większości krajów 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  $WACC_{vanilla}$ . W 11 krajach stosowany jest WACC w wartości realnej.

Różnica pomiędzy  $WACC_{pre-tax}$  i  $WACC_{vanilla}$  polega na nieuwzględnieniu w przypadku drugiej z formuł tzw. tarczy podatkowej, czyli korzyści dla inwestora finansującego się kapitałem

dłużnym, która wynika z faktu, że odsetki od kredytu stanowią koszt przedsiębiorcy, pomniejszający podstawę opodatkowania. W przypadku korzystania z formuły  $WACC_{\text{vanilla}}$  konieczne jest zatem uwzględnienie w przychodzie regulowanym zobowiązań podatkowych.

W sytuacji, gdy  $WACC$  liczony jest według formuły 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 dotychczasowej praktyce regulacyjnej koszt kapitału ustalany był według formuły  $WACC_{\text{pre tax}}$  i Prezes URE uznał za zasadne kontynuowanie tego podejścia.**

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

gdzie:

- $WACC_{\text{pre-tax}}$  – 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 przedsiębiorstwa, po wyznaczoną przez regulatora (w różny sposób) pożądaną strukturę kapitałów. Regulatorzy europejscy, w zdecydowanej większości, wyznaczają docelowy, optymalny poziom długu odzwierciedlany w kalkulacji kosztu kapitału.

Poniżej przedstawiono wartości maksymalne i minimalne współczynnika udziału kapitału obcego dla operatorów systemów gazowych 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	16%	20%
maksimum	60%	70%

Najczęściej występujący poziom udziału kapitału obcego przyjmowanego do kalkulacji kosztu kapitału w Raporcie 2022 r., stosowany przez gazowych operatorów przesyłowych i dystrybucyjnych w krajach członkowskich, kształtował się na poziomie ok. 50%. Rzeczywiste zadłużenie polskiego operatora systemu przesyłowego i największego operatora systemu dystrybucyjnego jest niższe.

Od 2017 r. do kalkulacji WACC przyjmowana jest modelowa struktura finansowania, która przewidywała stopniowy wzrost zaangażowania obcych środków finansowych w gazowe projekty inwestycyjne. W ostatnim roku objętym poprzednimi wytycznymi wskaźnik zadłużenia przyjmowany był na poziomie 50%.

Ze względu na efekt tarczy podatkowej finansowanie długiem obniża 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 kredytodawców, którzy oczekują wówczas wyższych odsetek od udzielonych kredytów – w efekcie koszt kapitału obcego rośnie.

**Biorąc pod uwagę powyższe Prezes URE uznał za zasadne utrzymanie modelowego poziomu udziału kapitału obcego w kalkulacji WACC - tj. 50%.**

## 4. KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO (*CofE*)

Koszt kapitału własnego to koszt jaki poniesie przedsiębiorstwo korzystając z własnego finansowania. Istnieją różne metody kalkulacji kosztu kapitału własnego, jednak najczęściej wykorzystywana bazuje na modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM (z ang. Capital Asset Pricing Model), który jest stosunkowo prosty i ma ugruntowane podstawy teoretyczne. Koszt kapitału własnego wg Modelu CAPM wyznacza się zgodnie z poniższym wzorem:

$$CofE = Rfr + e\beta * ERP$$

gdzie:

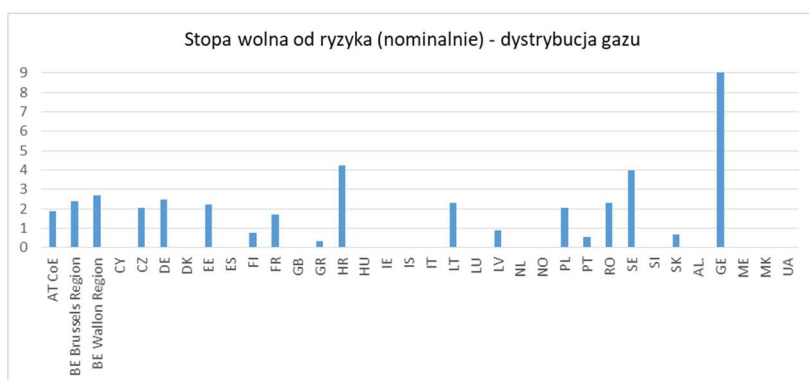
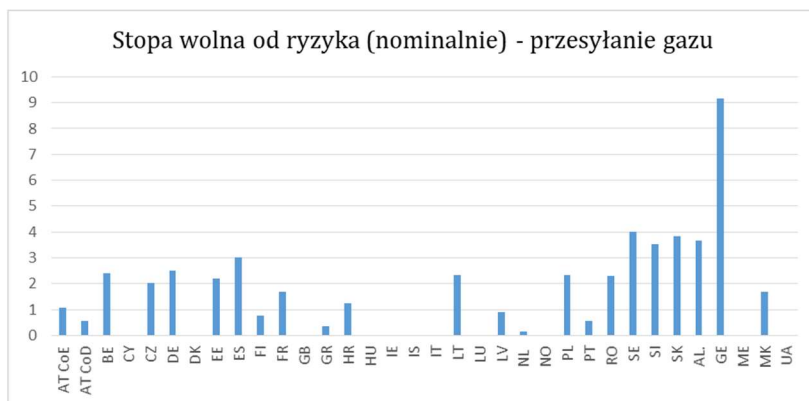
- Rfr* – stopa wolna od ryzyka;
- eβ* – miara ryzyka zaangażowania kapitału (współczynnik *equity beta*);
- ERP* – premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (z ang. Equity risk premium).

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

Stopa wolna od ryzyka [*Rfr*], 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. 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. W kilku krajach (3), stopa wolna od ryzyka uwzględnia dodatkową premię ze względu na specyficzne ryzyko kraju.

Poziom stopy wolnej od ryzyka ma istotny wpływ na wysokość uzasadnionego kosztu WACC. Tabele poniżej prezentują nominalne wartości tego parametru w poszczególnych krajach, w których do obliczeń WACC przyjmowana jest nominalna wartość tego parametru, zgodnie z Raportem 2022.



W większości państw wartość stopy wolnej od ryzyka przyjmowana dla działalności w zakresie dystrybucji gazu jest taka sama jak dla przesyłania, jednak są wyjątki, np. w przypadku Polski dotychczasowa różnica w poziomie tego parametru wynika z faktu kalkulowania taryf OSP i OSD w różnym czasie.

Dotychczas (zgodnie z wytycznymi obowiązującymi do końca 2023 r.) stopa wolna od ryzyka dla przedsiębiorstw gazowniczych wyznaczana jest 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 zmienia 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

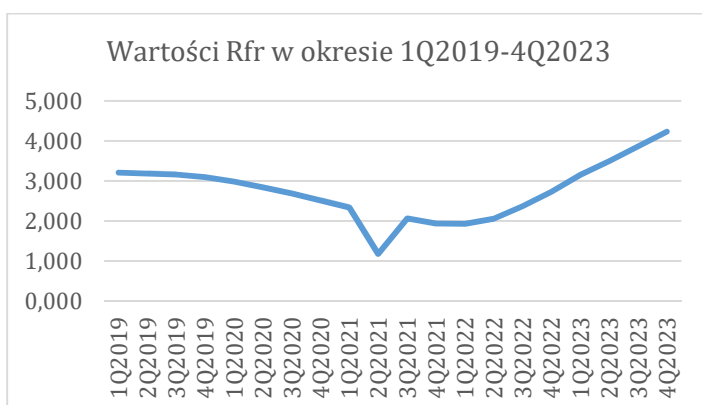
<sup>1</sup> Wartości stopy wolnej od ryzyka, które należy przyjmować do kalkulacji taryf publikowane są na stronie internetowej URE na początku każdego kwartału pod adresem [Komunikaty Prezesa URE - Urząd Regulacji Energetyki](#)

października 2022 r.). Sytuacja na rynkach finansowych była odpowiedzią inwestorów na ogólnoświatowy 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 SP o najdłuższym terminie wykupu notowanych na Treasury BondSpot Poland od 2013 roku.



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

Wyszczególnienie	Rfr [%]			
	Q1	Q2	Q3	Q4
2019	3,212	3,187	3,163	3,097
2020	2,989	2,845	2,687	2,515
2021	2,340	1,179	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 składanych w czwartym kwartale 2023 r., zgodnie z dotychczasową Metodologią ustalana jest jako średnia wartość z notowań obligacji skarbowych w okresie 36 miesięcy poprzedzających ten kwartał, tj.

w okresie od 1 października 2020 r. do 30 września 2023 r. i wynosi 4,234%<sup>2</sup>. Kalkulacja ww. wartości obejmuje okres ok. 20 miesięcy kiedy rentowność obligacji była niska (poniżej 2%). W efekcie uzasadniona wartość WACC w 4Q2023 r., zgodnie z obowiązującą Metodologią wynosi 7,243%. Należy jednak zauważyć, że ze względu na przedstawione powyżej okoliczności kontynuacja dotychczasowego podejścia w okresie 2024-2028, przy założeniu trafności prognoz makroekonomicznych ekspertów w zakresie stopniowego obniżania się inflacji, stóp referencyjnych NBP i w efekcie rentowności obligacji skarbowych, wiązałaby się początkowo z ok. 50% wzrostem średniorocznej wartości stopy wolnej od ryzyka w 2025 r. (w stosunku do średniej wartości z 2023 r.), a następnie jej znacznym spadkiem w 2028 r. W konsekwencji średnioroczny poziom WACC w 2025 r. byłby wyższy o ponad 30% od uśrednionej wartości WACC z 2023 r., a następnie jego średnioroczna wartość w 2028 r. odnotowałaby spadek na zbliżonym poziomie (tj. ok 30%). Stanowiłoby to dodatkowy czynnik (oprócz planów inwestycyjnych), wywierający presję na wahania poziomu stawek opłat za usługi związane z dostarczaniem paliwa gazowego w okresie 2024-2028.

Stąd też Prezes URE nawiązał współpracę z Narodowym Centrum Analiz Ekonomicznych w celu pozyskania prognoz w zakresie kształtowania się poziomu stopy wolnej od ryzyka w okresie 2024-2028, tj. w okresie objętym nową Metodologią. NCEA 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 5 lat.

**Biorąc pod uwagę konsekwencje dotychczasowego podejścia (nieunikniony wzrost WACC i w efekcie stawek opłat, a następnie istotny spadek tych wielkości), kierując się równoważeniem interesów odbiorców paliw gazowych i przedsiębiorstw energetycznych, Prezes URE uznał za zasadną modyfikację sposobu ustalania stopy wolnej od ryzyka i wprowadził opcję stosowania stałej wartości WACC w całym okresie obowiązywania nowej Metodologii, pozostawiając jednocześnie operatorom systemów gazowych także wybór możliwości stosowania WACC na dotychczasowych zasadach (tj. ustalanych w oparciu o publikowane kwartalnie wartości stopy wolnej od ryzyka, z uwzględnieniem zmiany wynikającej z pkt. 4.3 niniejszego dokumentu).**

**Stać wartość WACC** została ustalona na podstawie uśrednionej w okresie od 1 stycznia 2024 r. do 31 grudnia 2028 r. wartości stopy wolnej od ryzyka (z wykorzystaniem prognoz w zakresie kształtowania się poziomu tej stopy pozyskanych z NCAE), która **wynosi 4,352%**. Zasady wyboru metody ustalania WACC w całym okresie obowiązywania nowej Metodologii przedstawione są w pkt 6 w dalszej części niniejszego dokumentu.

Wprowadzenie opcji umożliwiającej stosowanie stałej, uśrednionej wartości średnioważonego kosztu kapitału w okresie kolejnych 5 lat jest w ocenie Prezesa URE korzystne zarówno dla odbiorców gazu jak i dla przedsiębiorstw energetycznych. Stała wartość WACC z jednej strony wyhamowuje presję na znaczne wahania stawek opłat (początkowy ich wzrost a następnie spadek), z drugiej zaś – (uwzględniającej perspektywę przedsiębiorstw) jest elementem przyczyniającym się do wzrostu stabilności przychodów i przewidywalności warunków funkcjonowania.

#### 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.

---

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



Model CAPM 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 gazowych współczynnik *equity beta* wyznaczany jest ze wzoru:

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

gdzie:

$t$  – 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  $\beta$ . Tylko w przypadku dwóch regulatorów europejskich wartość *equity beta* 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  $a\beta$  wynosi 0,4

Tabela 2. Graniczne wartości współczynnika *asset beta*, w krajach europejskich,

graniczne wartości współczynnika <i>asset beta</i> w wybranych krajach europejskich	OSP	OSD
minimum	0,34%	0,30%
maksimum	0,50%	0,49%

**Aktualnie przyjmowana wartość *asset beta* wynosi 0,4 i Prezes URE uznał za zasadne utrzymanie tej wartości w okresie 2024-2028.**

#### 4.3. PREMIA ZA RYZYKO UDOSTĘPNIENIA KAPITAŁU WŁASNEGO.

Premia za ryzyko udostępniania kapitału własnego (*ERP equity risk premium*) jest nadwyżką 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 i raporty eksperckie niezależnych ekonomistów.

Tabela 3. Wartości graniczne premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego w krajach europejskich,

graniczne wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego	OSP	OSD
minimum	3,50%	3,80%
maksimum	8,00%	8,00%

Zauważalny jest wzrost granicznych wartości ERP, co świadczy o tym, że inwestorzy są mniej chętni do lokowania kapitału w sektor gazowy - oczekują zachęt w postaci większej premii za ryzyko rynkowe. Dominująca wartość premii za ryzyko dla kapitału własnego wynosi 5%.

**Prezes URE uznał za zasadne podwyższenie wartości premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego do poziomu najczęściej stosowanego przez Regulatorów europejskich, oznacza to, że w okresie 2024-2028 wynosić ona będzie 5%.**

## 5. KOSZT KAPITAŁU OBCEGO

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

$$CofD = Rf + DP$$

gdzie:

*Rf* – stopa wolna od ryzyka (ustalana zgodnie z pkt 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 kredytów 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 udostępnienia kapitału obcego operatorom systemów gazowych w wybranych krajach europejskich.

Tabela 4. wartości graniczne premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego w krajach europejskich

graniczne wartości premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego	OSP	OSD
minimum	0,70%	0,83%
maksimum	3,76%	3,76%

Jak wynika z kolejnych raportów CEER dot. warunków inwestowania w sektor gazowy i 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 2024 – 2028 za zasadne uznał utrzymanie premii za ryzyko udostępniania przedsiębiorstwu kapitału obcego na poziomie 1%.**

## 6. UZASADNIONA WARTOŚĆ WACC W OKRESIE OD 1 STYCZNIA 2024 R. DO 31 GRUDNIA 2028 R

**6.1.** W związku z powyższym, działając na podstawie art. 23 ust. 2 pkt 3 lit c) ustawy – Prawo energetyczne, Prezes URE ustalając wysokość uzasadnionego zwrotu z kapitału, o którym mowa w art. 45 ust. 1 pkt 1, dla operatorów systemów gazowych na okres 2024 – 2028 ustalił „*Metodologię określania wskaźnika kosztu kapitału zaangażowanego dla operatorów systemów gazowych na lata 2024 – 2028*” zawierającą możliwość wyboru :

- A) stosowania stałej wartości WACC w całym okresie obowiązywania nowej Metodologii (dalej: „formuła stała WACC” );  
Biorąc pod uwagę, stałą wartość stopy wolnej od ryzyka wyznaczoną na cały okres obowiązywania nowej metodologii (pkt 4.1.), podwyższoną wartość premii dla kapitału własnego (pkt 4.3.) i stabilne w całym okresie pozostałe elementy kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału, **uzasadniony poziom współczynnika WACC w formule stałej WACC w całym okresie obowiązywania nowej Metodologii wynosi 7,597%**;
- B) stosowania WACC na dotychczasowych zasadach - tj. ustalanych w oparciu o publikowane kwartalnie wartości stopy wolnej od ryzyka, z uwzględnieniem zmiany wynikającej z pkt. 4.3 niniejszego dokumentu (dalej: „formuła zmienna WACC”).

**6.2.** Przedstawiając powyższe **wzywam operatorów systemów gazowych** prowadzących działalność w zakresie: przesyłania, dystrybucji, magazynowania, skraplania i regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego - **do złożenia w terminie do dnia 31 stycznia 2024 r. oświadczenia** podpisanego zgodnie z zasadami reprezentacji danego podmiotu, **o wyborze sposobu ustalania wartości WACC: w formule stałej WACC (jak powyżej w pkt 6.1. lit. A) albo w formule zmiennej WACC (jak powyżej w pkt 6.2. lit. B).**

Jednocześnie informuję, że wybrany w ww. terminie sposób ustalania wartości WACC (w formule stałej WACC albo w formule zmiennej WACC) będzie konsekwentnie stosowany do końca 2028 r.

Oznacza to, że po dniu 31 stycznia 2024 r. **nie będzie możliwa zmiana** dokonanego wyboru sposobu ustalania wartości WACC (złożonego oświadczenia).

**6.3.** W przypadkach niezłożenia oświadczenia o wyborze sposobu ustalania wartości WACC, w terminie do dnia 31 stycznia 2024 r., dla wniosków o zatwierdzenie taryf składanych w okresie od 1 stycznia 2024 r. do 31 grudnia 2028 r. stosowana będzie formuła zmienna WACC.

**6.5.** W przypadku operatorów systemów gazowych rozpoczynających działalność po dniu 31 stycznia 2024 r., dla wniosków o zatwierdzenie taryf składanych do 31 grudnia 2028 r., stosowana będzie formuła zmienna WACC.