

KINNITATUD
Konkurentsiameti peadirektori
18.06.2025. a käskkirjaga nr 1-2/2025-015
LISA

Konkurentsiamet

Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks

(kehtib alates 01.07.2025. a)

Tallinn 2025

Sissejuhatus

Kaasajastame juhendi "Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks". Juhendi sisu ja struktuur on võrreldes varasema juhendi versiooniga sisuliselt muutmata, muudatused tulenevad üksnes vajadusest ajakohastada arvandmed ning Eesti Panga publikatsioonides toodud selgitused ja joonised¹. Uue juhendi versiooni kehtestamisega tunnistatakse kehtetuks Konkurentsiameti peadirektori 19.07.2023 käskkirjaga nr 1-2/2023-015 kinnitatud "Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks", tagamaks õigusselgus ja vältimaks paralleelselt kehtivate, kuid sisult kattuvate juhendite kohaldamist.

Eestis on teatud sektorites rakendatud hinnaregulatsiooni alates käesoleva sajandi algusest. Energeetikas sai hinnaregulatsioon seadusliku aluse aastast 1998 koos energiaseaduse jõustumisega, mis sätestas hindade kujunemise alused gaasi-, elektri- ja kaugküttesektoris. Koos hinnaregulatsiooniga on välja kujunenud regulatsiooniteooria mõistliku ärikasumi arvutamiseks. Mõistliku ärikasumi arvutamine monopoolse teenuse hinnakomponendina on vajalik, et vältida olukorda, kus monopoolne ettevõtja võiks teenida teenuse müügist ülikasumit². Mõistliku ärikasumi suurust mõõdetakse regulaatori poolt lubatud tulunormi ehk kaalutud keskmise kapitali hinna (edaspidi WACC³ – *Weighted Average Cost of Capital*) kaudu ning selle alusel toimub eriseadustes⁴ nimetatud müüdava teenuse/kauba hinda lülitatava põhjendatud tulukuse arvutamine. Kasumi piiramine lubatud tulunormiga lähtub asjaolust, et turul puudub konkurents, mis turumajanduslikul teel kujundaks teenuse/kauba turuhinna ja mõistliku kasumi. Konkurentsi puudumise tõttu on üldjuhul madalad ka reguleeritavate ettevõtjate äririskid.

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

Käesolevas juhendis selgitatakse ja sisustatakse WACCi kujunemise põhimõtteid. Õiguslikus mõttes on tegemist Konkurentsiameti kaalutusõiguse ennetava piiritlemisega (regulatsioonimetoodika täpsustamine enne hinnaregulatsiooni rakendumist) ja hinnaregulatsiooni subjektide teavitamisega, mis loob võimaluse tagasisideks ja aitab vältida

¹ 2023. a publikatsioonides "Rahapoliitika ja Majandus" ja "Majanduse rahastamise ülevaade" toodud selgitused ja joonised on asendatud 2025. a publikatsioonides toodud selgitustega ja joonistega (vt juhendi lisad).

² Vabaturu tingimustes tegutsevad ettevõtjad ei saa teenida ülikasumit, sest toote või teenuse hinna kallinemisel ostaks tarbija seda konkurendilt. Erinevad seadused sätestavad hinnaregulatsioonile ühetaolise printsiibi, kus regulatsiooni alla kuuluvate ettevõtjate hinnad peavad kujunema kulupõhiselt, sisaldama põhjendatud kulusid, tagama kuluefektiivsuse ning võimaldama teenida põhjendatud tulukust (ärikasumit) ettevõtja investeeritud kapitalilt.

³ WACC on kogu intressikandva võlakapitali (laenukapitali) ja omakapitali hind ehk kulukuse määr, mis saadakse võla- ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes.

⁴ Elektrituru-, kaugkütte-, maagaasi-, ühisveevärgi ja -kanalisatsiooni ning postiseadus.

kõikvõimalikke arusaamatusi juba enne konkreetse hinnaregulatsiooni menetluse algust. Juhend ei ole õigusakt, vaid Konkurentsiameti kui sõltumatu regulaatori kaalutusõiguse kasutamist tutvustav dokument, millel on haldusväliselt informatiivne, mitte normatiivne tähendus.

Juhendi koostamisel on Konkurentsiamet lähtunud ERRA⁵ käsiraamatust *"Price Regulation and Tariffs"*, analüüsist *"Cost of Capital and Financeability at PR09, Report by Europe Economics"*⁶, Maailemapanga käsiraamatust⁷ *"Resetting Price Controls for Privatized Utilities. A Manual for Regulators"*, New Yorgi ülikooli Sterni ärikooli tunnustatud professor A. Damodaran (edaspidi A. Damodaran) väljaandest⁸ *"Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications"* ja CEERi riikide andmebaasist⁹.

Äririsikide hindamise kohta on A. Damodaran oma raamatus¹⁰ kirjutanud: *"Nii raamatupidamislike kui turupõhiste finantsandmetega töötades olen selgeks saanud, kui palju müra andmetes on ja kui keeruline on nende põhjal ennustusi teha. Ma usun teaduslikku meetodisse, aga ma ei arva, et turul on väga palju puhtaid teadlasi. Kõik uuringud on mõjutatud kallutatusest ja küsimus on ainult selle kallutatuse suunas ja suurusjärgus. Seega on minu töö leida üles arvudel põhineva väite esitaja kallutus, ning kui olen selle tuvastanud, kohandada arve selle kallutatusega. Viimaks olen ma õppinud, et oleksin ülemäära enesekindel, kui arvaksin, et protsessi või muutujasse mõnda arvu lisades ma seda kontrolliks või isegi aru saaksin. Sestap võin teile pakkuda tosinkond erinevat arvulist riskimõõdikut, enamik neist suurepärase akadeemilise taustaga, kuid vaevlen sellegipoolest iga päev küsimuse kallal, mis see risk täpsemini ikkagi on ja kuidas see meid investoritena mõjutab."*

Eeltoodust järeldub, et erinevate hindajate poolt kasutatud erinevad riskimõõdikud võivad anda tulemuseks erinevad riskipreemia suurused. Seetõttu ei saa ka riiklikult reguleeritud tegevusvaldkondade puhul üheselt väita, et WACCi arvutamisel on ühe konkreetse riskipreemia suuruse kasutamine parem (õigem) kui teine. Näiteks on CEERi¹¹ riikides reguleeritud tegevusvaldkondade puhul kasutatavad riskipreemia nimetused ja suurused erinevad, mistõttu on ka WACCide suurused erinevad.

Hinnaregulatsiooni eesmärgist tulenevalt peavad riiklikult reguleeritud sektorite WACCid olema kujundatud põhjendatud tasemel.¹²

Lisaks eelnevalt nimetatud allikatele toetub Konkurentsiamet Tartu Ülikooli majandusteaduskonna õppejõu Priit Sander, PhD (edaspidi Asjatundja) koostatud analüüsile

⁵ Energy Regulators Regional Association (ERRA). *Price Regulation and Tariffs*. June 2006.

⁶ Nimetatud analüüsi koostajaks on *Europe Economics* Chancery House 53-64 Chancery Lane London WC2A 1QU, 21. July 2009.

⁷ Green, Richard; Pardina, Martin Rodriguez. *Resetting Price Controls for Privatized Utilities. A Manual for Regulators*. Washington, D.C.: The World Bank 1999.

⁸ *The 2022 Edition. Updated: March 23, 2022.*

⁹ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2024*. February, 2025.

¹⁰ A. Damodaran. Narratiiv ja numbrid. Lugude väärtus äris. Äripäev 2019, lk 80-81.

¹¹ Council of European Energy Regulators (CEER).

¹² Mida kõrgem on WACC, seda suurem on teenuste hinnas kajastuv põhjendatud tulukuse näitaja ja seda kõrgemaks kujuneb müüdava teenuse hind tarbijatele.

"Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs" (edaspidi analüüs), ekspertarvamusele "2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamisel kasutatavad näitajad" ¹³ (edaspidi ekspertarvamus) ja CFO Nõustamisteenus OÜ (P. Sanderi isikus) kommentaaridele "Kommentaari Konkurentsiameti poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele" ¹⁴ (edaspidi kommentaarid).

Asjatundja nendib ekspertarvamusel, et sisendite väärtuse leidmisel ülehindab hetkel Konkurentsiameti poolt kasutatav meetodika nii laenu- kui omakapitali kulukuse määra suurust langevate intressimäärade ja alahindab tõusvate intressimäärade tingimustes, kuid sellist lähenemist saab pikaajalises plaanis lugeda adekvaatseks ja põhjendatuks seoses sooviga tasandada reguleeritavate teenuste hinnamuutusi. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete laenuvõimekuse suurendamise huvides võib regulatsiooni täiendada sätetega, mis elimineeriks riskitava tulumäära kiirest tõusust tekkiva riski. ¹⁵

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

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

¹³ https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/01_p_sander_ekspertarvamus_WACC_komponentide_kohata_-_lopparuanne_20.06.2017.pdf

¹⁴ "Kommentaari Konkurentsiameti poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele", Tartu 2023. www.konkurentsiamet.ee

¹⁵ P. Sander. 2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamisel kasutatavad näitajad. Tartu 2017, lk 13.

koheselt), kuid on reeglina madalam kui sarnaste, kuid mittemonopoolses seisundis ettevõtete riskitase.

Hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte riskitase sõltub muuhulgas ka sellest, millist hinnaregulatsiooni metoodikat vastavas riigis kasutatakse. Nii näiteks on hinnalae (price-cap) metoodika puhul süstemaatilise riski tase suurem kui põhjendatud tulukuse (rate-of-return) metoodika kasutamise korral. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete madalam riskitase võrreldes tavaettevõtetega peegeldub eelkõige nende beetakordajates. Seega, kui hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul kasutatakse sektoripõhiseid beetakordajaid ning sektoripõhiste beetakordajate arvutamise aluseks olevasse valimisse kuulub ka ettevõtteid, mis tegutsevad tavakonkurentsiga turul (või mille puhul on hinnaregulatsiooni aluseks kõrgemat riskitaset kaasatoov metoodika), siis on tõenäoline, et sektori beetakordaja ülehindab süstemaatilist riski hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte jaoks.

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

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

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

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud väikeettevõtte riskipreemiaga seonduvaid asjaolusid järgmiselt: "...Monopoolne seisund ja sellest tulenev hinnaregulatsioon, eriti rate-of-return tüüpi regulatsioon, mida kasutatakse ka Eestis, vähendab märkimisväärselt ettevõtte üldist riskitaset, kuna võimaldab sisendhindade muutused üle kanda tarbijatele ning sestap pole hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete baasil empiiriliselt leitud riskipreemiate ülekandmine hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele õigustatud. Kuigi eksisteerib üksikuid riike ja ajaperioode, kus hinnaregulaator on lubanud põhjendatud tulukuse arvutamisel arvesse võtta ka ettevõtte suurust/väiksust, on nende poolt lubatud riskipreemiad võrreldes hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete hindamisel rakendatavatega tunduvalt

väiksemad. Samuti leidub akadeemilisi uuringuid, milles on näidatud, et kommunaalteenustele (Public Utilities) puhul ei ole suurus statistiliselt oluliseks riskifaktoriks (Wong 1993).

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

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

Alljärgnevalt antakse ülevaade WACCi arvutamise üldvalemist.

1. WACCi arvutamise üldvalem

Konkurentsiameti poolt välja töötatud energiahindade, veehindade ning universaalse postiteenuse (UPT) taskukohase tasu põhjendatuse hindamisel kasutatavate meetodiliste juhendite¹⁶ ning majandus- ja kommunikatsiooniministri 06.03.2009. a määruse nr 20 "Universaalse postiteenuse osutaja tulu- ja kuluarvestusele esitatavad nõuded" §-i 5 ja majandus- ja kommunikatsiooniministri 22.06.2011. a määruse nr 51 "Soojuse müügi ajutise hinna kehtestamise kord" §-i 12 alusel kujuneb ettevõtte põhjendatud tulukus ehk ärikasum vastava teenuse osutamiseks kasutatava reguleeritava vara maksumuse ja WACCi korrutisena.

WACC arvutatakse alljärgneva valemi alusel (vt Valem 1):

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

kus:

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

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

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

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

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

Valem 1 ei sisalda maksukilpi, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki (tulumaks on vaid makstavatelt dividendidelt). Ka Asjatundja on oma analüüsis osutanud, et maksukilpi ei kasutata¹⁷.

¹⁶ Avalikustatud Konkurentsiameti veebilehel www.konkurentsiamet.ee

¹⁷ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 3.

1.1 Kapitalistruktuur

Kapitalistruktuuri objektiivseks määramiseks ei ole välja töötatud terviklikku teooriat. Osad regulaatorid määravad võla- ja omakapitali kaalumiseks teatud võla- ja omakapitali suhte, et vältida reguleeritud ettevõtetel investeeringute rahastamist suurema omakapitaliga.¹⁸

Tururegulatsiooni tingimustes võib regulaator sekkuda ettevõtja finantseerimisega seotud otsustesse ning dikteerida kindla kapitalistruktuuri või siis kalkuleerida teenuse hinnad koos kindla kapitalistruktuuriga, mis võib erineda ettevõtja tegelikust kapitalistruktuurist¹⁹.

Optimaalne võlakapitali suhtarv on selline, mille juures kapitali kulukuse määr (WACC) on minimeeritud²⁰.

Mida kõrgem on omakapitali osakaal, seda kõrgemaks kujuneb WACC, sest omakapitali kulukuse määr on kõrgem võlakapitali kulukuse määrast ning seda kõrgemaks kujuneb tarbijale müüdava teenuse hind kõrgema põhjendatud tulukuse suuruse tõttu. **Konkurentsiamet kasutab WACCi arvutamisel kapitalistruktuuri, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital** (sama struktuur on nt Hispaania, Itaalia, Leedu, Läti, Montenegro, Poola, Portugali ja Taani elektri põhi- ja/või jaotusvõrkudel ning Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Prantsusmaa, Poola, Portugali ja Taani gaasi põhi- ja/või jaotusvõrkudel²¹).

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

Alljärgnevalt käsitletakse Valemis 1 kajastatud WACCi komponentide kujunemise aluseid.

2. Võlakapitali hind ehk võlakapitali kulukuse määr

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

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

2.1 Riskivaba tulumäär

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

¹⁸ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 183-184.

¹⁹ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 52.

²⁰ A. Damodaran presentatsioon *ERRA* 06.-08.03.2023 koolitusel.

²¹ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2024*. February, 2025.

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud riskivaba instrumendi kasutamist järgmiselt: "Kasutades omakapitali kulukuse määra hindamisel finantsvarade hindamise mudelit (CAPM), tuleb riskivaba tulumäärana kasutada sellise instrumendi tulusust, mis parimal võimalikul viisil vastab riskivaba finantsinstrumendi definitsioonile. Riskivaba finantsinstrumendi tulevaste tegelike rahavoogude suurus peaks olema ette teada, st sellise instrumendiga ei tohiks kaasneda makseriski. Teiseks peaks investoritel olema võimalus vaadeldavast instrumendist kiiresti ja madalate kuludega väljuda, st tegemist peaks olema likviidse instrumendiga. Iseseisvalt rahapoliitikat kontrolliv riik saab alati raha juurde trükkimise teel koduvaluutas denomineeritud võlga teenindada ning makseriski seega selliste instrumentide puhul ei kaasne. Kuna Eurotsooni riikidel pole võimalik iseseisvalt langetada rahapoliitilisi otsuseid (neid langetab Euroopa Keskpank), siis ei ole tegelikult ükski Eurotsooni kuuluva riigi riigivõlakiri täiesti riskivaba (Damodaran 2008, lk 12)²². **Damodaran soovib kasutada Eurotsooni riikide madalaima tulususega 10 aastast riigivõlakirja europõhise riskivaba intressimäära taseme hindamiseks²³. Mõlema kriteeriumi osas vastab Asjatundja hinnangul Saksamaa riigivõlakiri tunduvalt paremini riskivaba instrumendi definitsioonile kui Eesti riigivõlakiri. Saksamaa riigireiting on AAA, Eestil aga A1, mistõttu sisaldab Eesti võlakirja tulusus ka tuntavat makseriskipreemiat (jaanuaris 2023 krediidireitingu alusel ca 86 bp²⁴, tegelikult aga rohkem tulenevalt Venemaa-Ukraina sõjast tingitud geopoliitilisest riskist). Saksamaa riigivõlakirjade maht ja kauplemisaktiivsus on ka oluliselt suuremad Eesti Vabariigi riigivõlakirjade omast. Sellest tulenevalt on nad olulisel määral likviidsemad ning vastavad seega paremini riskivaba instrumendi definitsioonile. 2022. aastal Eestis läbiviidud uurimus näitas, et analüütikute poolt kasutatava riskivaba tulumäära aritmeetiline keskmine vastas küsitluse läbiviimise ajal keskmisele Saksamaa 10-aastase tähtajaga riigivõlakirja tulususele (Ceseña 2022, lk 28)²⁵. Toona kasutas 3 vastanut 32 küsitletud analüütikust Eesti riigivõlakirjade tulusust riskivaba tulumäära hinnangu alusena, samas kui Saksamaa riigivõlakirjadele tugines 28 küsitlusele vastanut. Seega on ka Eesti riigivõlakirja hindamisvaldkonna praktikute poolt riskivaba tulumäärana kasutatud ja kasutatakse ka edaspidi. Kuna aga Eesti riigivõlakiri pole riskivaba instrument, tuleb selle kasutamisel nõutava tulumäära komponendiga olla ettevaatlik, et laenu- ja omakapitali kulukuse määra hindamisel ei arvutataks riski võtmist kompenseerivaid riskipreemiaid topelt. Juhul kui riskivaba tulumäärana kasutatakse Saksamaa riigivõlakirja tulusust, peaks laenukapitali kulukuse määr sisaldama (vähemalt hetkeseisuga) ka geopoliitilisest riskist tulenevat täiendavat preemiat kui ülejäänud mudelis esindatud komponendid seda ei kompenseeri. **Kasutades riskivaba tulumäärana Eesti Vabariigi 10 aastaste võlakirjade tulusust, ei tohi laenukapitali kulukuse määra hindamise valem sisaldada eraldi****

²² Damodaran, A. (2008) "What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block.", (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>).

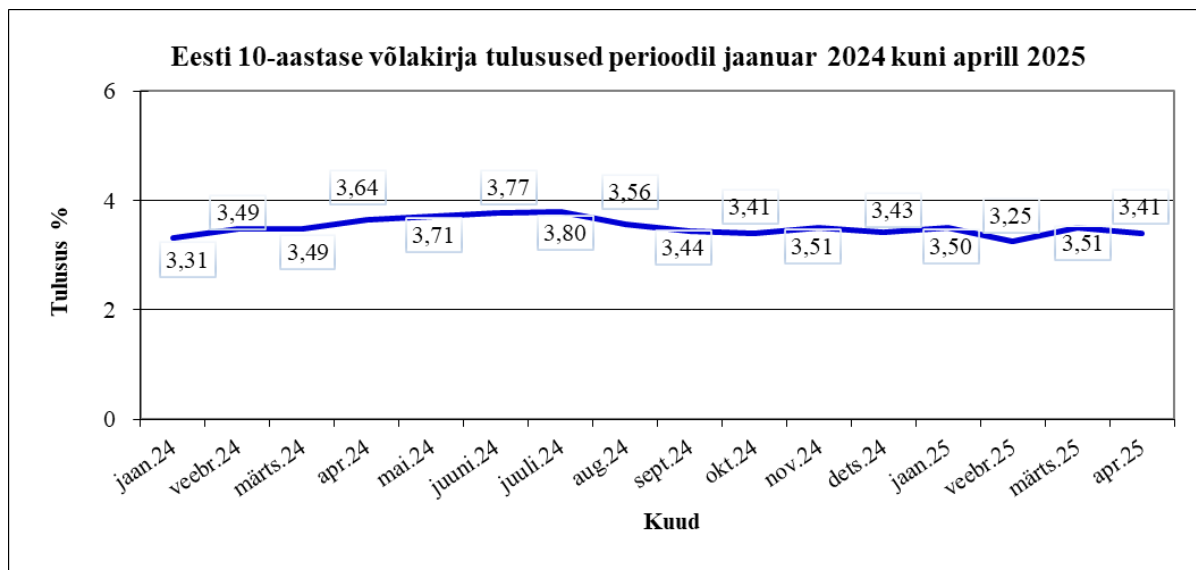
²³ Ibid.

²⁴ Seisuga 01.01.2025. a oli 70 bp.

²⁵ Ceseña, S. J. P. (2022) "The Application of the Risk-Free Rate of Return in Estonia: A Survey of Financial Industry Practices" University of Tartu, BA Thesis, 52 p.

komponente riigiriskipreemia ega geopoliitilise riski kompenseerimiseks, kuna need komponendid on juba Eesti Vabariigi võlakirjade tulususes kajastatud."

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



Joonis 1. Eesti 10-aastase võlakirja keskmised tulusused²⁶

Joonisel 1 toodud andmetest saab järeldada järgmist:

1. Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu (november 2024. a – aprill 2025. a) tulususe näitajad on olnud üsna stabiilsed, jäädes vahemikku 3,25-3,51% ehk keskmiselt 3,44%²⁷. See näitaja on madalam ka 2024. aasta keskmisest tulususest 3,55%²⁸ 0,11pp²⁹ võrra ($3,44 - 3,55 = -0,11$ pp).
2. Kasutades võlakirja tulususe määramist Eesti 10-aastase võlakirja 2023. ja 2024. aasta³⁰ keskmise tulususe alusel, kujuneksid kõikidele sektoritele kõrgemad võlakapitali kulukuse määrad, mis ei võta arvesse finantsturgude viimaseid muutusi.

Tulenevalt eeltoodust, Eesti Panga 25.03.2025. a avaldatud publikatsioonis "Rahapoliitika ja Majandus 2025/1"³¹ toodud selgitusest³² ning vajadusest mõjutada positiivselt ettevõtete

²⁶ Allikas: <http://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

²⁷ $[(3,51+3,43+3,50+3,25+3,51+3,41)/6 = 3,44\%]$

²⁸ $[(3,31+3,49+3,49+3,64+3,71+3,77+3,80+3,56+3,44+3,41+3,51+3,43)/12 = 3,55\%]$

²⁹ Protsendipunkt.

³⁰ Keskmised tulusused olid 2020. a 7 kuuga (juuni-detsember, enne seda Eestil võlakirjad puudusid) -0,03%, 2021. a 0,06%, 2022. a 2,29%, 2023. a 3,90% ja 2024. a 3,55%.

³¹ https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2025-03/rpm2025-1_est_v2.pdf, lk 9-10.

³² Eurosüsteemi rahapoliitika peamine eesmärk on hoida hinnad euroalal stabiilsed. Euroopa Keskpanga (EKP) määratluse järgi saab hinnastabiilsusest rääkida siis, kui aastane inflatsioon on keskmise aja jooksul 2%. Euroala hinnakasv on viimastel kuudel arenenud keskpanga ootuste kohaselt. EKP ekspertide märtsiprognnoosi järgi pidurdub inflatsioon sellel aastal keskmiselt 2,3% juurde ning aeglustub 2026. aastal 1,9% lähedale. Inflatsiooniväljavaade näitab, et hinnakasvu tempo liigub keskpanga eesmärgi suunas ja seetõttu on EKP nõukogu

laenukapitali kaasamise võimekust ja vähendada laenukapitaliga seonduvat riski, võtab Konkurentsiamet riskivaba tulumäära³³ arvutamisel aluseks Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu (november 2024. a – aprill 2025. a) keskmise tulususe näitaja.

Eesti 10-aastase võlakirja viimase kuue kuu keskmiseks tulususeks on 3,44% (sisaldab riigiriski ja geopoliitilise riski preemiaid), mida Konkurentsiamet kasutab 2025. aasta võla- ja omakapitali kulukuse määra arvutamisel. Võttes arvesse intressimäärade volatiilsuse mõju võlakapitali kulukuse määrale (tõusva trendi korral keskmise kasutamine alahindab ja langeva trendi korral ülehindab tegelikku intressimäärade taset) järgib Konkurentsiamet OECD andmebaasis Eesti 10-aastase võlakirja tulususe muutusi, et vajadusel WACCI arvutamise juhendisse sisse viia vastavad muudatused.

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

2.2 Eesti riigiriskipreemia

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

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

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

oma viimastel istungitel otsustanud rahapoliitika leevendamist jätkata. EKP nõukogu langetas baasintressimäärasid nii jaanuari- kui ka märtsikuisel istungil 0,25 protsendipunkti võrra (vt joonis T1.1). Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär on praegu 2,65%, laenamise püsivõimaluse intressimäär 2,90% ja hoiustamise püsivõimaluse intressimäär 2,5%. Intressimäärad on EKP nõukogu sõnul jõudnud tasemele, kus eurosüsteemi rahapoliitika hakkab märksa vähem majandusaktiivsust piirama.

³³ <http://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

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

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

2.3 Ettevõtja võlakapitali täiendav riskipreemia

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

Laiapõhjalisem riigireitingutel põhinev Eesti riigi riskireitingule AA-/A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist S&P/Moody's) vastav riigiriskipreemia suurus A. Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2025. aasta algul (seisuga 01. jaanuar 2025. a) 70 baaspunkti ehk 0,70 protsendipunkti (vt tabel 1).

Tabel 1. Riigiriskipreemia sõltuvus riigi riskireitingust (baaspunktides) Moody's 2025. a andmetel

Riskireiting	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca
Krediidiriski preemia (bp)	0	40	49	59	70	84	119	158	189	218	248	298	356	446	545	644	743	892	991	1188

Allikas: Damodaran 2025. a³⁴

Eesti riigi riskireitingule AA-/A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist S&P/Moody's) vastab ettevõtte võlakapitali riskipreemia suurus, mis A. Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2025. aasta algul (seisuga 01. jaanuar 2025. a) 77 baaspunkti ehk 0,77 protsendipunkti (vt tabel 2).

Tabel 2. Võlakapitali riskipreemia sõltuvus ettevõtte krediidireitingust (baaspunktides) Moody's 2025. a andmetel

Riskireiting	Aaa	Aa2	A1	A2	A3	Baa2	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa	Ca2	C2	D2
Krediidiriski preemia (bp)	45	60	77	85	95	120	155	183	261	300	442	728	1010	1550	1900

Allikas: Damodaran 2025. a³⁵

Asjatundja on analüüsis soovitanud võtta võlakapitali riskipreemia puhul aluseks laenukapitali kaasamisega ettevõtjale tekkivad täiendavad kulutused (lepingutasud, võlakirjaemissiooni korraldamise tasud), mida riskivaba tulumäära ning riigiriskipreemia komponent ei kata. Asjatundja on hinnanud, et laenukapitali kaasamisega seonduvad täiendavad kulud võivad olla vahemikus 10-20 baaspunkti ehk vahemikus 0,1-0,2 protsendipunkti.³⁶

³⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> Risk Premiums for Other Markets.

³⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/Ratings,SpreadsandInterestCoverageRatios>.

³⁶ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetoodika analüüs. Tartu 2014, lk 9.

Liites tabelis 2 kajastatud 77 baaspunktile ehk 0,77 protsendipunktile laenukapitali kaasamisega ettevõtjale tekkivad täiendavad kulutused 0,2 protsendipunkti, kujuneb krediidireitingule vastava makseriskipreemia suuruseks 0,97% ($0,77\% + 0,2\% = 0,97\%$).

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

Tulenevalt Asjatundja kommentaarist makseriski osaliselt topelt kompenseerimise vältimise kohta, võtab Konkurentsiamet võlakapitali täiendava riskipreemiana aluseks 0,27%, mis kujuneb nii: ettevõtte krediidireitingule vastava makseriskipreemia suurusest 0,97% lahutatakse krediidireitingule vastava riigiriskipreemia suurus 0,70% (vt tabel 1).

2.4 Kokkuvõte võlakapitali hinnast ehk võlakapitali kulukuse määrast

Eesti Panga 26.02.2025 avaldatud publikatsioonis "Majanduse rahastamise ülevaade"³⁷ on selgitatud: *[...] Ettevõtete laenuintressimäärad on langenud euribori langemise tõttu, samal ajal kui keskmine intressimarginaal pole kuigi palju muutunud. Tegevusalade arvestuses oleneb intressimarginaal lühiajalisel perioodil väga palju sellest, millisele konkreetsele ettevõttele ja millise projekti jaoks laenu anti, mistõttu on lühiajaliselt muutusi raske tõlgendada. Üldiselt võib öelda, et ehituses ning põllumajanduse ja metsanduse ettevõtete jaoks on intressimarginaalid viimastel aastatel alanenud. Kinnisvaraettevõtete marginaalid 2024. aastal kasvasid, aga selles sektoris olid need 2023. aastal ka erakordselt madalad. Töötlevas tööstuses, kus on viimastel aastatel olnud laenude tagasimaksmisega enim probleeme, marginaalid 2024. aastal natuke kasvasid. Teiste euroala riikidega võrreldes on ettevõtete nominaalsed laenuintressimäärad meil endiselt kõrged (vt joonis 23³⁸). Vahe euroala uute laenude keskmise intressimääraga on praegu küll natuke madalam kui 4–5 aastat tagasi, kuid ajaloolisest keskmisest siiski kõrgem. Kõrgem intressimäär peegeldab nii sinise turu väiksust ja seeläbi pangandusäri väiksemat mastaabisäästu, riiklikke erinevusi viiteintressimäärade valikus kui väiksemat konkurentsi pangalaenuturul võrreldes ülejäänud Euroopaga.[...]*

[....] Finantsturuosalised ootavad 2025. aasta jooksul rahapoliitika leevenemist. See tooks laenu võtnud ettevõtetele ja majapidamistele mõningast kergendust. Finantsturgude tulevikutehingutel põhinevate ootuste järgi alaneb 6 kuu euribor tänavu ligikaudu 2% juurde. See kanduks kiiresti üle ja vähendaks Eesti ettevõtete laenuteenindamise kulusid ligikaudu 30% võrra. Pikemas ettevaates usutakse, et 6 kuu euribor võiks jääda siiski ligikaudu 2,5% juurde. Intressimäärade langus peaks andma enim taganttuult sektoritele, kus finantsvõimendus ja intressikulude osakaal on suur: energeetika, kinnisvara, veondus ja laondus ning majutus ja

³⁷ [Majanduse Rahastamise Ülevaade 2025](#) ; lk 16-18.

³⁸ Joonis 23 on toodud käesoleva juhendi lisa 3.

toitlustus. Suuresti oleneb ettevõtete investeeringute ja laenukasv aga ikkagi majanduse väljavaatest ja kindlustundest, mitte intressimäärade tasemest. [...]

[...] 2024. aastal suurenes välismaalt laenamine (vt joonis 28³⁹). Välismaised võlakohustused kasvasid kolmanda kvartali lõpuks aastaga ligi 1,2 miljard eurot ehk ligikaudu 16%. Eelkõige panustasid sinna energiasektori laenud välismaistelt pankadelt ja välismaal emiteeritud väärtpaberid, aga 6% kasvas ka grupisisene laenamine. [...]

Käesoleva juhendi lisades 1 ja 2 toodud joonistelt selgub, et 2024. aasta kokkuvõttes oli pikaajaliste ettevõttelaenu keskmise intressimarginaal elektrienergia, gaasi, auru- ja konditsioneeritud õhuga varustamise tegevusaladele **alla 3%**, sellest I poolaastal **üle 1%** taseme ning II poolaastal **2,5%** piires. Ettevõtete uute laenu intressimäärad aga suurenesid oluliselt 2023. aastal, jäädes 2024. aasta lõpuks ligikaudu **5,5%-lise** taseme juurde.

Eesti Panga 25.03.2025. a avaldatud publikatsioonis "Rahapoliitika ja Majandus 2025/1"⁴⁰ on selgitatud: [...] Rahapoliitika lõdvendamise tuules on lühemaajalised intressimäärad pankadevahelisel rahaturul alanemist jätkanud. Kuue ja 12 kuu euribor on endiselt kolme kuu euriborist madalamad (vt joonis T1.3⁴¹). 10. märtsil 2025 oli kolme kuu euribor 2,53%, kuue kuu euribor 2,41% ja 12 kuu euribor 2,48%. [...]

WACCI arvutamisel kujuneb **võlakapitali kulukuse määr 3,71%** (vt tabel 8; riskivaba tulumäär 3,44% + ettevõtja riskipremia 0,27%) Eesti Panga poolt toodud 2024. aasta elektrienergia, gaasi, auru- ja konditsioneeritud õhuga varustamise tegevusalade keskmisest näitajatest (I poolaastal üle 1% ja II poolaastal 2,5% piires) kõrgemaks.

Tulenevalt eeltoodud näitajatest ja Asjatundja kommentaarides⁴² toodud seisukohtadest saab asuda seisukohale, et Konkurentsiameti poolt kehtestatud regulatiivne võlakapitali kulukuse määr on piisav tagamaks hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtjatele põhjendatud tulukus laenukapitali kaasamisega seotud kulude katmiseks.

3. Omakapitali hind ehk omakapitali kulukuse määr

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

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

³⁹ Joonis 28 on toodud käesoleva juhendi lisas 3.

⁴⁰ https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2025-03/rpm2025-1_est_v2.pdf; lk 10.

⁴¹ Joonis T1.3 on toodud käesoleva juhendi lisas 4.

⁴² "Kommentaariid Konkurentsiameti poolt 2023.aasta WACC arvutustele ja vastused Konkurentsiameti poolt Asjatundjale esitatud küsimustele", Tartu 2023.

kus:

ke – on omakapitali hind;

Rf – on riskivaba tulumäär;

Rc – on riigiriskipreemia;

Rm – on tururiskipreemia e turutulumäär;

β – on beetakordaja.

3.1 Riskivaba tulumäär

Riskivaba tulumäära kujunemist on kajastatud käesoleva juhendi punktis 2.1.

3.2 Eesti riigiriskipreemia

On analüütikuid, kes usuvad, et tururiskipreemia peaks kajastama erinevusi aktsiariskis, mida mõõdetakse aktsiaturgude volatiilsusega. Aktsiariski tavapärane mõõt on aktsiahindade standardhälve – suuremad standardhälbed on üldiselt seotud suurema riskiga. Kui kaaluda ühe turu standardhälvet teise turu standardhälbe suhtes, saadakse suhtelise riski mõõt ehk aktsiaturu suhtelise volatiivsuse näitaja ⁴³ (*Relative Equity Market Volatility* ⁴⁴). A. Damodaran andmebaasis on seisuga jaanuar 2025. a nimetatud näitaja 1,35 protsendipunkti, mille ta on korrutanud Eesti riigi riskireitingule A1 (sõltuvalt reitinguagentuurist Moody's) vastava riigiriskipreemia suurusega 70 baaspunkti (seisuga 01. jaanuar 2025. a) ehk 0,70 protsendipunkti (vt tabel 1). Selle tulemusena on saadud omakapitalis kajastuvaks riskipreemiaks 0,94% ⁴⁵) ($0,70 \cdot 1,35 = 0,94\%$).

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud omakapitali puhul kasutatavat riigiriskipreemiat järgmiselt: *"Võlakapitali puhul kasutatav riigiriskipreemia tuleneb otseselt tulumäärade erinevusest kõrgeima krediidireitinguga (AAA) võlakirjade ja Eestile omistatud riigireitingule (A1) vastavate võlakirjade vahel, mis A. Damodarani andmete kohaselt oli 2023. aasta jaanuaris 0,86% ⁴⁶. Omakapitali kulukuse määra hindamisel kasutatakse samuti sageli täiendavat riigiriskipreemiat, kuna aktsiate ost madala krediidireitinguga riigis on reeglina riskantsem kui kõrge krediidireitinguga riigis. Samas ei eksisteeri ainuõiget ja kõigi poolt aktsepteeritud metoodikat riigiriskipreemia suuruse kindlaksmääramiseks. Damodaran (2020) toob välja mitmeid erinevaid võimalusi riigiriskipreemia suuruse hindamiseks, sh krediidireitingule vastav makseriskipreemia, krediidiriski vahetuslepingutele (CDS) vastav makseriskipreemia, erinevate aktsiaturgude suhtelisele volatiilsusele vastav makseriskipreemia, krediidireitingule vastav makseriskipreemia kohandatuna aktsiaturgude ja võlakirjaturgude keskmise suhtelise volatiilsuse erinevusega. Damodaran (2020) ei võta väga selget seisukohta selles osas, millist nimetatud variantidest peaks kasutama – sarnaselt*

⁴³ A. Damodaran *"Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications"*, Updated March 5, 2025.

⁴⁴ *Relative Equity Market Volatility = Standard Deviation (Standardhälve) of emerging market equity index / Standard Deviation of emerging market bond index*, kus standardhälbed on arvutatud viie aasta (2020-2024) keskmiste näitajate alusel ning saadud tulemuseks 1,347%.

⁴⁵ Arvutused on tehtud MS Excelis, kus korrutamisel on võetud peale koma arvesse rohkem kui kaks arvu.

⁴⁶ 2025. a jaanuar 0,70%.

omakapitalilt nõutava riskipreemiaga tervikuna on valik analüütiku teha, sest tegelik turuosaliste poolt nõutav riskipremia pole turul jälgitav näitaja.

Asjatundja subjektiivse arvamuse kohaselt on aktsiainvesteeringud enamasti tundlikumad nii positiivsetele kui ka negatiivsetele sündmustele kohalikus majanduskeskkonnas – st kui mingi negatiivne sündmus halvendab riigi võimet tasuda võetud laene (ja toob kaasa riigireitingu languse ning makseriskipremia suurenemise), siis on selle sündmuse mõju aktsiaturgudele tõenäoliselt veelgi tugevam, kuna riik saab nt läbi maksude tõstmise oma finantsilist võimekust laene teenindada osaliselt (ja ajutiselt) suurendada ja seeläbi makseriski vähendada, kuid selliste sammude astumine võimendaks tõenäoliselt veelgi esialgse negatiivse sündmuse mõju aktsiaturgudele. Seetõttu oleks aktsiaturgude võlakirjaturust suurema volatiilsuse arvesse võtmine omakapitali regulatiivse hinna määramisel Asjatundja hinnangul põhjendatud. Samas võib olla põhjendatud ka riigiriskipremia läbikorrutamine beetakordajaga, sest ettevõtted, mille tulumäär on vähem tundlik süsteemsete riskide suhtes, võivad olla vähem tundlikud ka nende sündmuste suhtes, mis halvendavad riigi võimet võetud laene teenindada."

Tulenevalt eeltoodust võtab Konkurentsiamet omakapitali kulukuse määra arvutamisel riigiriskipremia puhul aluseks A. Damodarani andmebaasis (seisuga jaanuar 2025. a)⁴⁷ toodud Eesti riigiriskipremia näitaja 0,94%, milles 0,70% kajastub riigiriskipremiana Eesti võlakirja tulususes ehk riskivabas tulumääras (vt punkt 2.1 ja 2.2). Seetõttu tuleb 0,70% võrra vähendada ka omakapitali kulukuse määras kajastuvat riigiriskipremiat (0,94%), et ei oleks topelt kajastamist. Seega on omakapitali kulukuse määra arvutamisel põhjendatud täiendava riskipremia 0,24% ($0,94 - 0,70 = 0,24\%$) kasutamine.

3.3 Tururiskipremia

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

Tururiskipremia leidmiseks võib kasutada nii pikemaid kui ka lühemaid ajaloolisi perioode. Kui osad eksperdid peavad 30 aastat perioodi liiga pikaks, siis teised väidavad, et aluseks tuleks võtta võimalikult pikk periood. Näiteks kui 10 või 20 aastaste perioodide korral on tururiskipremia standardhälve peaaegu sama suur või isegi suurem kui tururiskipremia näitaja, viitab see sellele, et kasutada tuleks üle 20 aasta pikkuseid perioode.⁴⁸

Kommentaaries on Asjatundja selgitanud tururiskipremia kasutamist järgmiselt: "Damodarani andmebaasis iga-aastaselt uuendatav AAA reitingule vastav tururiskipremia on arvutatud eeldatava tururiskipremiana (implied risk premium) ehk sellise tururiskipremiana, mis võrdsustab turuindeksisse (S&P 500) kuuluvate ettevõtete portfelli tulevikus saadavate oodatavate rahavoogude nüüdisväärtuse turuindeksi (turuindeksisse kuuluvate ettevõtete portfelli) hindamishetke turuväärtusega. Tegemist on olemuslikult tulevikku vaatava näitajaga ja seetõttu loomulikult ka hinnangulise näitajaga. Kuna mudel on

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

⁴⁸ B. Pedell. *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer, 2006, lk 172.

üles ehitatud sarnaselt klassikalisele DCF hindamismudelile, siis saab väita, et tegemist on pikaajaliste oodatavate näitajate põhise lähenemisega. Damodaran (2020) avab metoodika täpsema sisu ja arvutuskäigu kuni 2020. aasta alguseni. 2023. aasta alguses oli Damodarani ettevaatava mudeli kohaselt turuportfelli tulusus 9,28% ning kasutades dollaripõhist riskivaba tulumäära 3,88% kujunes tururiskipreemiaks 5,94%⁴⁹. Detailsemat arvutuskäiku lahti selgitatud kujul Asjatundjale teadaolevalt avalikkusele kättesaadavaks pole tehtud.

Asjatundja subjektiivsel hinnangul võiksid eeldatavad tururiskipreemiad (implied risk premium) peegeldada paremini konkreetsel ajahetkel nõutavat tururiskipreemiat kui ajaloolised riskipreemiad. Nii näiteks oli eeldatav tururiskipreemia Damodarani andmebaasis jaanuari 2022 seisuga 4,24%, kuid 24. veebruaril 2022 toimunud Venemaa sõjaline kallaletung Ukrainale muutis maailmamajanduse tunduvalt ebakindlamaks, tõi kaasa inflatsiooni kiirenemise ja sellele reageeringuna intressimäärade tõusu ning ka tururiskipreemia suurenemise. Nii näiteks tõusis Eesti riigiriski arvestav eeldatav tururiskipreemia Damodarani hinnangul 4,94%-lt 2022. aasta alguses 7%-ni 2022. aasta keskpaigas. Ajaloolised tururiskipreemiad aga sellistele sündmustele ei suuda reageerida.

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

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

Tulenevalt Asjatundja kommentaarist, et hinnaregulatsiooni puhul on oluline, et regulatiivne kapitali kulukuse määr ning selle komponendid nii pikas kui ka keskpikas perspektiivis vastaksid keskmiselt turutasemetele, on Konkurentsiamet alljärgnevas tabelis (vt tabel 3) toonud välja A. Damodarani andmebaasis⁵⁰ kajastatud viimase kümne aasta eeldatavad tururiskipreemiad ning seda põhjusel, et beetakordajad on arvutatud viimase kümne aasta keskmise näitaja alusel ning vastavalt valemile (vt Valem 2) korrutatakse tururiskipreemia beetakordajaga.

⁴⁹ Seisuga 01.01.2025. a 4,33%.

⁵⁰ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Risk Premiums for Other Markets.

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

Tururiski-preemia	%
Jaan. 2016	6,25
Jaan. 2017	5,69
Jaan. 2018	5,08
Jaan. 2019	5,97
Jaan. 2020	5,19
Jaan. 2021	4,72
Jaan. 2022	4,24
Jaan. 2023	5,94
Jaan. 2024	4,60
Jaan. 2025	4,33
10-aasta keskmine	5,20
Min	4,24
Max	6,25

Tabelis 3 toodud näitajatest selgub, et kümne aasta jooksul on eeldatavad tururiskipreemiad olnud väga volatiilsed, vahemikus 4,24%-6,25%. Eesmärgist vähendada sõltuvust turupõhiste näitajate volatiilsusest, mille tulemusena tagatakse stabiilsus WACCide arvutamisel ning tasandatakse reguleeritavate teenuste hinnamuutusi, on põhjendatud ka pikema perioodi keskmise tururiskipreemia kasutamine. Seetõttu on põhjendatud kasutada kapitali kulukuse määra arvutamisel viimase kümne aasta keskmist näitajat (5,20%).

Võrdluseks on alljärgnevas tabelis 4 toodud CEERi riikide tururiskipreemiate alusel kujunenud aritmeetiline keskmine näitaja viimases aruandes toodud andmete baasil⁵¹. Riigid peavad nimetatud näitajat konfidentsiaalseks⁵², mistõttu puuduvad tabelis 4 tururiskipreemia näitajad riikide lõikes.

Tabel 4. CEERi riikide keskmine tururiskipreemia

Tururiski-preemia	%
Aritmeetiline keskmine	5,56

Tabelist 4 selgub, et erinevate EL regulaatorite poolt rakendatavate CEERi riikide tururiskipreemiate aritmeetiline keskmine on 5,56% (ametile teadaolevalt vahemikus 3,70-10,46%). 15-el riigil on nimetatud näitaja 5,20% või sellest madalam.

⁵¹ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2024. February, 2025.*

⁵² Tulenevalt CEER 16.02.2012. a saadetud kirjast, milles ametil paluti mitte avalikustada nimetatud näitajaid.

Tulenevalt eeltoodust ja eesmärgiga vähendada sõltuvust turupõhiste näitajate volatiilsusest⁵³, lähtub Konkurentsiamet tururiskipreemia määramisel A. Damodarani andmebaasis⁵⁴ kajastatud viimase kümne aasta keskmisest eeldatavast tururiskipreemiast 5,20%.

3.4 Beetakordaja

Beetakordaja (β ; edaspidi beeta) näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beeta on üks.⁵⁵ Kui aktsia beeta on alla ühe, siis aktsia risk on alla turu keskmise. Kui aktsia beeta on üle ühe, siis on aktsia risk üle turu keskmise.

Beeta on aktsia süstemaatilise riski suhteline mõõt. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Eestis puuduvad börsil noteeritud võrreldavad ettevõtjad, mille andmeid oleks võimalik kasutada. Mittenoteeritud ettevõtjate kohta on lahenduseks võrdlusmeetodi kasutamine, mille puhul beeta hinnanguna kasutatakse samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtjate keskmist beetat.⁵⁶

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

Milleri valem avaldub alljärgnevalt (vt Valem 3).

Valem 3⁵⁷. $\beta_e = \beta_a * (1 + VK/OK)$

kus

β_e – on ettevõtja finantsvõimendusega beeta,

β_a – on majandusharu finantsvõimendusega beeta,

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

Valemist 3 ilmneb, et Konkurentsiamet ei kasuta arvutuses ettevõtja bilansilisi andmeid. Kuna Konkurentsiamet kasutab WACCi arvutamisel kapitalistruktuuri, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital (sama struktuur on nt Hispaania, Itaalia, Leedu, Läti, Montenegro, Poola, Portugali ja Taani elektri põhi- ja/või jaotusvõrkudel ning Hispaania, Horvaatia, Itaalia, Leedu, Läti, Prantsusmaa, Poola, Portugali ja Taani gaasi põhi- ja/või jaotusvõrkudel⁵⁸), lihtsustub eelpooltoodud Milleri valem alljärgneva valemiks (vt Valem 4).

⁵³ Mille tulemusena tagatakse stabiilsus WACCide arvutamisel ning tasandatakse reguleeritavate teenuste hinnamuutusi.

⁵⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, *Risk Premiums for Other Markets*.

⁵⁵ M. Kõomägi. Äriandus. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk 153.

⁵⁶ M. Kõomägi. Äriandus. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk 154.

⁵⁷ Valem ei kajasta maksukilpi, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki.

⁵⁸ CEER. *Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2024. February, 2025.*

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

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

3.4.1 Beeta elektri- ja gaasivõrguettevõtjatele

Alljärgnevas tabelis (vt tabel 5) on Konkurentsiamet toonud välja CEERi riikide viimase kümne aasta (2016-2025)⁵⁹ keskmiste näitajate alusel arvutatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beetad elektri- ja gaasivõrkudele. Konkurentsiamet kasutab elektri- ja gaasivõrkude osas CEERi riikide andmebaasi, sest ainult võrguteenusega tegelevaid ettevõtjaid on börsil väga vähe, enamus kuuluvad suurtesse kontsernidesse.

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

Beetad	elektri põhivõrk	elektri jaotus- võrgud	gaasi põhivõrk	gaasi jaotus- võrgud
Jaan. 2016	0,335	0,334	0,334	0,348
Jaan. 2017	0,338	0,348	0,347	0,349
Jaan. 2018	0,346	0,357	0,371	0,360
Jaan. 2019	0,357	0,358	0,348	0,335
Jaan. 2020	0,340	0,349	0,350	0,367
Jaan. 2021	0,358	0,367	0,358	0,378
Jaan. 2022	0,358	0,364	0,357	0,365
Jaan. 2023	0,351	0,374	0,380	0,383
Jaan. 2024	0,355	0,372	0,378	0,381
Jaan. 2025	0,335	0,352	0,354	0,372
10-aasta keskmise beeta (võimendusega)	0,347	0,358	0,358	0,364
Elekter, gaas keskmise beeta (võimendusega)	0,357			

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

elektri põhivõrguettevõtjale **0,694**;

elektri jaotusvõrguettevõtjatele **0,716**;

gaasi põhivõrguettevõtjale **0,716**;

gaasi jaotusvõrguettevõtjatele **0,728**.

⁵⁹ Beetad on aastase nihkega, sest eelneva aasta CEERi aruandest võetud näitajaid rakendatakse järgneval aastal.

3.4.2 Beeta soojuse tootjatele ja kaugkütte võrguettevõtjatele

Kaugküttevõrkudele rakendatakse keskmist finantsvõimendusega beetat 0,357, mis on arvutatud tabelis 5 toodud elektri- ja gaasivõrguettevõtjate keskmiste finantsvõimendusega beetade alusel. Võttes aluseks Konkurentsiameti poolt aktsepteeritava kapitalistruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning kasutades Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$, kujuneb kaugkütte võrguettevõtjatele **finantsvõimendusega beetaks (β_e) 0,714**, sest ($\beta_e = 0,357 * 2 = 0,712$);

Soojuse tootjatele rakendatakse beetat, mille arvutamisel võetakse aluseks A. Damodarani andmebaasist Euroopa energiatootmise ettevõtete (kuna kaugküte on levinud vaid Põhjamaades ning Kesk- ja Ida-Euroopas, siis on börsil noteeritud soojuse tootjaid raske leida) viimase kümne aasta (2016-2025) andmete⁶⁰ alusel arvutatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beetad (vt tabel 6). Asjatundja on samuti soovitanud lähtuda A. Damodarani andmebaasis toodud energiatootjate finantsvõimendusega beetadest ning lähtudes regulatiivsest kapitalisihstruktuurist, 50% laenukapitali ja 50% omakapitali, arvutada nende sektorite jaoks omakapitali beetad.⁶¹

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

	Beetad
Jaan. 2016	0,528
Jaan. 2017	0,596
Jaan. 2018	0,719
Jaan. 2019	0,606
Jaan. 2020	0,541
Jaan. 2021	0,547
Jaan. 2022	0,548
Jaan. 2023	0,502
Jaan. 2024	0,524
Jaan. 2025	0,429
10-a keskmine beeta (võimendusega)	0,554

Allikas: A. Damodarani andmebaas

Tulenevalt Asjatundja soovitusel kasutatakse finantsvõimendusega beeta $\beta_a = 0,554$ teisendamiseks finantsvõimendusega beetaks (β_e) Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$.

Kasutades Valemit 4, Konkurentsiameti poolt aktsepteeritavat kapitalistruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning Euroopa energiatootjate viimase kümne aasta keskmist finantsvõimendusega beetat 0,554 kujuneb soojuse tootmisega tegelevatele ettevõtjatele keskmiseks **finantsvõimendusega beetaks 1,108**, sest ($\beta_e = 0,554 * 2 = 1,108$).

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

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

3.4.3 Beeta vee-ettevõtjatele

Konkurentsiamet võttis soojuse tootjatele beeta arvutamisel aluseks A. Damodarani andmebaasist Euroopa veesektori ettevõtete viimase kümne aasta (2016-2025) andmete⁶² alusel arvutatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beetad (vt tabel 7). Asjatundja on samuti soovitanud lähtuda A. Damodarani andmebaasis toodud veesektori ettevõtjate finantsvõimendusega beetadest ning lähtudes regulatiivsest kapitalistruktuurist, 50% laenukapitali ja 50% omakapitali, arvutada nende sektorite jaoks omakapitali beetad.⁶³

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

	Beetad
Jaan. 2016	0,511
Jaan. 2017	0,445
Jaan. 2018	0,425
Jaan. 2019	0,380
Jaan. 2020	0,276
Jaan. 2021	0,235
Jaan. 2022	0,262
Jaan. 2023	0,333
Jaan. 2024	0,416
Jaan. 2025	0,408
10-a keskmine beeta (võimendusega)	0,369

Allikas: A. Damodarani andmebaas

Tulenevalt Asjatundja soovitusel kasutatakse finantsvõimendusega beeta $\beta_a = 0,369$ teisendamiseks finantsvõimendusega beetaks (β_e) Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$.

Kasutades Valemit 4, Konkurentsiameti poolt aktsepteeritavat kapitalistruktuuri (analoogne energiaettevõtetele, millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning Euroopa veesektori ettevõtjate viimase kümne aasta keskmist finantsvõimendusega beetat 0,369 kujuneb vee-ettevõtjatele keskmiseks **finantsvõimendusega beetaks 0,738**, sest ($\beta_e = 0,369 * 2 = 0,738$).

3.4.4 Beeta UPT ettevõtjale

UPT osutamisel puudub tootmistegevus, mistõttu on riskid madalamad ning see asjaolu peab kajastuma ka beeta suurusel. Kuigi UPT osutamine on mitmetes riikides hinnaregulatsioonile alluv tegevusala, erineb riigiti see, millised tegevused universaalse postiteenuse alla kuuluvad. Teiseks probleemiks on asjaolu, et UPT puhul rakendatakse tavaliselt hinnalae meetodikat ja/või doteeritakse selle osutamist otse riigieelarvest.⁶⁴

⁶² Andmebaas: *Levered and Unlevered Beta by Industry (2. Europe)*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

⁶³ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetodika analüüs. Tartu 2014, lk 14-15.

⁶⁴ P. Sander, J. Masso. Väikese kapitalimahukusega monopoolsete/turgu valitsevate ettevõtete põhjendatud tulukuse hindamine. Tartu 2016, lk 47.

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

Analoogselt elektri- ja gaasivõrkudele on UPT teenuse osutamine olulist vahendit omava ettevõtja teenus. Seetõttu on põhjendatud rakendada UPT ettevõtjale keskmist finantsvõimendusega beetat 0,357, mis on arvatud tabelis 5 toodud CEERi riikide elektri- ja gaasivõrguettevõtjate viimase kümne aasta keskmiste finantsvõimendusega beetade alusel. Võttes aluseks Konkurentsiameti poolt aktsepteeritava kapitalistruktuuri (millest 50% on võlakapital ja 50% omakapital) ning kasutades Valemit 4: $\beta_e = \beta_a * 2$, kujuneb UPT ettevõtjatele **finantsvõimendusega beetaks (β_e) 0,714**, sest ($\beta_e = 0,357 * 2 = 0,714$).

4. Tulumaksumäär

Käesoleva juhendi punktis 1 toodud Valem 1 ei sisalda maksukilpi (1-tulumaksumäär), sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksukilpi ei teki (tulumaksu tasutakse dividendidelt). Sellele asjaolule on osutanud ka Asjatundja oma analüüsis, et maksukilpi ei kasutata⁶⁵. Samuti ei rakendata tulumaksumäära komponenti makstavatelt dividendidelt. Makstavatelt dividendilt arvestatud tulumaksu lülitamine tarbijatele müüdavate teenuste hinda ei ole põhjendatud järgmistel asjaoludel:

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

⁶⁵ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetoodika analüüs. Tartu 2014, lk 3.

ettevõtjale oleks tagatud põhjendatud tulukus vee-ettevõtja poolt investeeritud kapitalilt), siis kohaldub Riigikohtu poolt esitatud seisukoht ka ÜVVKS § 50 lõike 1 punkti 5 silmas pidades.

Konkurentsiamet on seisukohal, et kuna § 14 lõige 2 koosnes punktidest 1-6 (uues ÜVVKS-is koosneb § 50 lõige 1 punktidest 1-5), laieneb kolleegiumi seisukoht kõikide loetletud punktide kohta (mitte üksnes punktis 1 nimetatud tegevuskulude kohta). Kuni 30.06.2023 kehtinud ÜVVKS § 14 lõike 2 alusel (uue ÜVVKS kohaselt § 50 lõige 1 punkti 5 alusel) arvutatakse põhjendatud tulukus (ärikasum) ettevõtja investeeritud kapitali (reguleeritava vara väärtuse) ja WACC-i korrutisena. Kuna kolleegium asus seisukohale, et dividendi tulumaksukulu ei ole põhjendatud, siis ei loe Konkurentsiamet põhjendatuks ka WACCis dividendide tulumaksumäära kajastamist. Seetõttu laieneb kolleegiumi seisukoht ka põhjendatud tulukuse arvutamise aluseks olevale WACCi suurusle, sest kui rakendada tulumaksumäära, kujuneb WACC kõrgem ja seega kujuneb kõrgemaks ka teenuste hinda lülitatava põhjendatud tulukuse suurus ja müüdava teenuse hind tarbijale. Kolleegiumi seisukohaga tuleb lisaks veesektorile arvestada ka teiste reguleeritavate teenuste osutamisega tegelevate sektorite puhul (elektrienergia ülekanne ja jaotamine, gaasi ülekanne ja jaotamine, soojuse tootmine ja jaotamine ning UPT).

- 4) Rahandusministeerium oma vastuses⁶⁶ Eesti Jõujaamade ja Kaugkütte Ühingule ei soovinud tulumaksu puudutavas osas arvamust avaldada. Rahandusministeerium selgitas vastuses, et Konkurentsiameti juhendi ning selles sisalduva arvutusmeetodi näol on tegemist sõltumatu regulaatori regulatsiooniprintsiipe arvestava metoodikaga ning hinnata tuleks valemit tervikuna arvestades regulatsiooni eesmärki.

5. WACCi kujunemine

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

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

kus:

k_e – on omakapitali hind (%);

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

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

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

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

WACCi kujunemist erinevatele valdkondadele kajastab alljärgnev tabel 8.

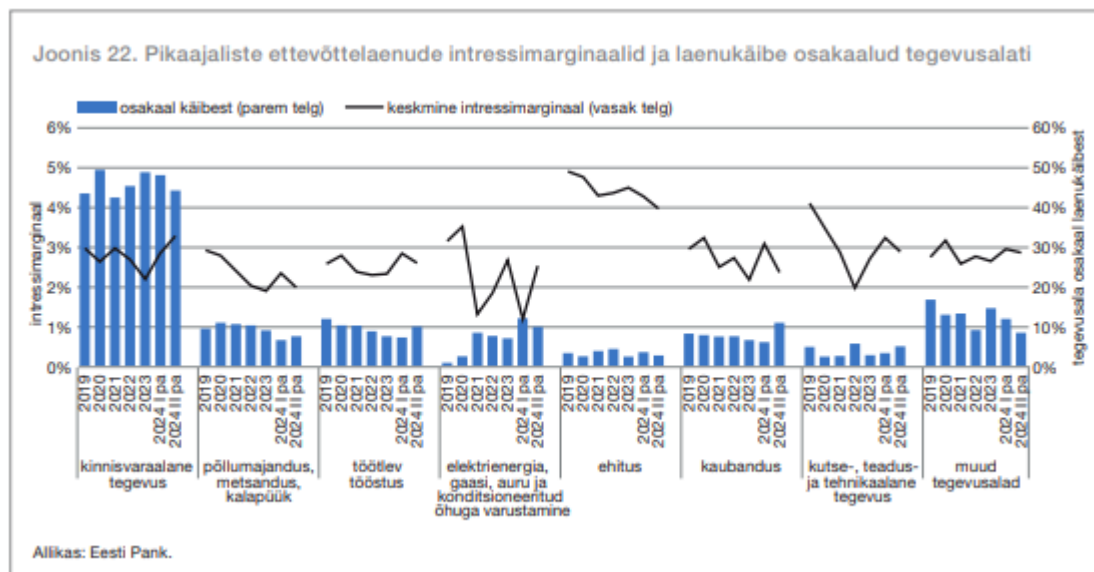
⁶⁶ 08.10.2019 kiri nr 5-1/5573-2.

Tabel 8. WACCide kujunemine

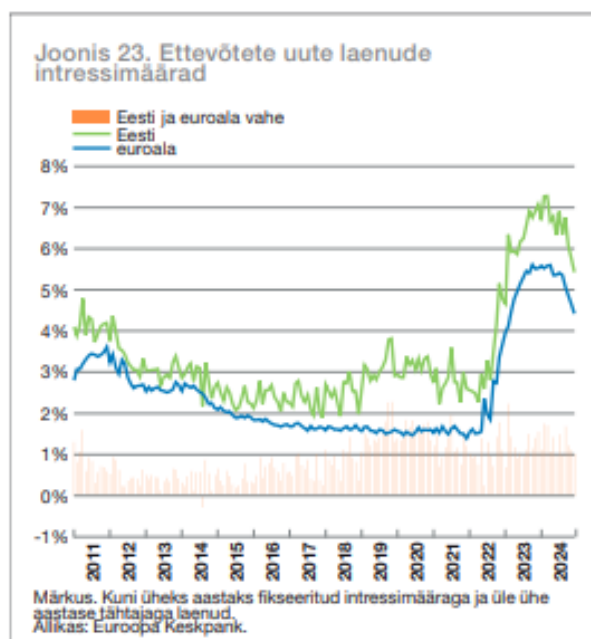
WACCide arvestus (%-des)	Kaugküte		Elekter		Gaas		UPT	Vee-ettevõtjad
	soojuse tootjad	võrgu-ettevõtjad	põhivõrgu-ettevõtja	jaotusvõrgu-ettevõtjad	põhivõrgu-ettevõtja	jaotusvõrgu-ettevõtjad		
Eesti 10-a võlakirja nominaalne tulusus, (R_f) viimase kuue kuu keskmine	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44
Eesti riigiriski preemia, (R_c)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ettevõtja võlakapitali riskipreemia	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Võlakapitali kulukuse määr, (k_d)	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
Eesti 10-a võlakirja nominaalne tulusus, (R_f) viimase kuue kuu keskmine	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44
Eesti riigiriski täiendav preemia, (R_c)	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Tururiskipreemia, (R_m)	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20
Beeta (võimendusetä; β_a)	0,554	0,357	0,347	0,358	0,358	0,364	0,357	0,369
Beeta (võimendusega; β_e)	1,108	0,714	0,694	0,716	0,716	0,728	0,714	0,738
Omakapitali kulukuse määr, (k_e)	9,44	7,39	7,29	7,40	7,40	7,46	7,39	7,51
Tulumaksumäär ($t=0\%$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Võlakapitali osakaal (w_d)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Omakapitali osakaal (w_e)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WACC	6,57%	5,55%	5,50%	5,55%	5,55%	5,58%	5,55%	5,61%

Tabelis 8 kajastatud WACCide näitajaid rakendab Konkurentsiamet **alates 01.07.2025. a.**

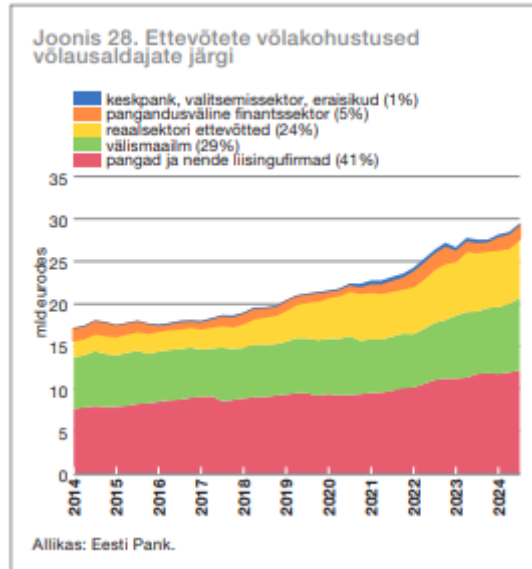
LISA 1. Väljavõte Eesti Panga 26.02.2025 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 16
([Majanduse Rahastamise Ülevaade 2025](#))



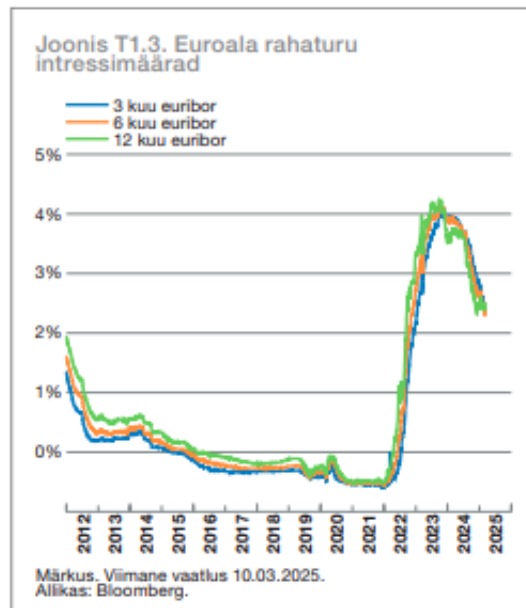
LISA 2. Väljavõte Eesti Panga 26.02.25 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 16
([Majanduse Rahastamise Ülevaade 2025](#))



LISA 3. Väljavõte Eesti Panga 26.02.25 majanduse rahastamise ülevaatest, lk 18
([Majanduse Rahastamise Ülevaade 2025](#))



LISA 4. Väljavõte Eesti Panga publikatsioonist "Rahapoliitika ja Majandus 2025/1", lk 10.
([Rahapoliitika ja Majandus 1/2025](#))



LISA 5. Väljavõte Eesti Panga publikatsioonist "Rahapoliitika ja Majandus 2025/1", lk 16
([Rahapoliitika ja Majandus 1/2025](#))

