

Απαντήσεις της ΕΕΤΤ στις παρατηρήσεις των  
συμμετεχόντων στη δημόσια διαβούλευση  
αναφορικά με τον καθορισμό του  
Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου  
(Weighted Average Cost of Capital - WACC)  
για τον υπολογισμό, μέσω τεχνοοικονομικού  
μοντέλου bottom up LRIC+, των τιμών των  
μισθωμένων γραμμών χονδρικής

**Μαρούσι, Ιούλιος 2023**

**Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων, ΕΕΤΤ**

## Εισαγωγή

Το παρόν περιλαμβάνει την αποδελτίωση των απαντήσεων των παρόχων στην Δημόσια Διαβούλευση για τον καθορισμό του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC) για τον υπολογισμό, μέσω τεχνοοικονομικού μοντέλου bottom up LRIC+, των τιμών των μισθωμένων γραμμών χονδρικής σύμφωνα με την ΑΠ ΕΕΤΤ 934/03/27.04.2020 (Β' 1833).

### Α. Γενικά Σχόλια Παρόχων

Ένας συμμετέχων συμφωνεί με την αναθεωρημένη μεθοδολογία της ΕΕΤΤ, υπολογισμού του Επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (RFR), στάθμισης των 3 περιόδων. Αναφέρει δε, ότι η ΕΕΤΤ δικαιολογημένα εφαρμόζει μεθοδολογία υπολογισμού WACC κατά παρέκκλιση από τη μεθοδολογία της σχετικής Σύστασης BEREC, δεδομένης της μακροοικονομικής συγκυρίας της, όπου παρατηρείται απότομη άνοδος των επιτοκίων λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων με προοπτική νέων αυξήσεων επιτοκίων από ΕΚΤ στα επόμενα 2 τρίμηνα και γενικότερης αργής αποκλιμάκωσης αυτών διάρκειας αρκετών ετών. Παρόλα αυτά, θεωρεί ότι η εκτίμηση 4,29% υποεκτιμά το επιτόκιο RFR, το οποίο θεωρεί ότι με κατάλληλη στάθμιση των τριών περιόδων που προτείνει η ΕΕΤΤ θα έπρεπε να είναι 4,52%.

Παράλληλα, προτείνει την επανεκτίμηση του Equity Risk Premium, χρησιμοποιώντας τη βάση χρηματοοικονομικών δεδομένων Refinitiv, η οποία και εκτιμά των ΜΟ των 27 χωρών της ΕΕ με μια μελλοντοστρεφή προσέγγιση στο επίπεδο του 6,58%, έναντι της πρότασης της ΕΕΤΤ, 5,70%. Επιπρόσθετα ο ίδιος πάροχος, προτείνει την επανεκτίμηση του Gearing Ratio, καθώς η πρόταση της ΕΕΤΤ όπως εκτιμάται από το ΜΟ των Ευρωπαϊκών παρόχων στη σχετική σύσταση του BEREC, στο επίπεδο του 42,20%, δεν αντανακλά την υφιστάμενη δομή κεφαλαίων – δανεισμού του παρόχου, η οποία κυμαίνεται στο επίπεδο του [.....] στις 31/12/2021.

Ο εν λόγω συμμετέχων, καταλήγει ότι η προσέγγιση της ΕΕΤΤ δεν λαμβάνει υπόψη της τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά χρηματοδότησης του ΟΤΕ (σημαντικά διαφορετικό gearing), προτείνοντας ότι το WACC έπρεπε να κυμαίνεται άνω του 9% ώστε να μην οδηγείται ο επενδυτής πάροχος σε υπό-ανάκτηση κεφαλαίων.

Δύο συμμετέχοντες συμφωνούν με την εκτίμηση της ΕΕΤΤ ότι ο υπολογισμός του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (RFR) καθίσταται προβληματικός, καθώς δε λαμβάνει υπόψιν τις πρόσφατες μακροοικονομικές συνθήκες. Συμφωνούν με την παράταση της περιόδου αναφοράς πέραν της περιόδου που υπάρχει στην έκθεση του BEREC (Μάρτιος 2022) και προτείνουν επιπρόσθετα να συμπεριληφθούν και οι αποδόσεις του 10ετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου είτε μέχρι και Φεβρουάριο 2023 ως η τελευταία διαθέσιμη τιμή, είτε για τους μήνες του έτους 2023 μέχρι και την οριστικοποίηση του μοντέλου, προκειμένου να υπάρχουν όσο το δυνατόν πιο πρόσφατα στοιχεία, στον υπολογισμό του WACC.

Ένας συμμετέχων συμφωνεί με την εκτίμηση της ΕΕΤΤ ότι η κρίση χρέους και ο αποκλεισμός της Ελλάδας από τις αγορές ομολόγων από το 2010 έως και το 2019, και η συνεπακόλουθη αδυναμία έκδοσης και διαπραγμάτευσης δεκαετούς ομολόγου, καθιστά μη εύλογη τη χρήση του μέσου όρου πενταετίας από τη σχετική έκθεση του BEREC.

Ωστόσο, σχετικά με την προτεινόμενη μεθοδολογία των τριών υποπεριόδων, ο εν λόγω πάροχος, διαφωνεί με τη χρήση των επιτοκίων μηδενικού κινδύνου της περιόδου από το 2008 μέχρι το 2022 (3<sup>η</sup> υπό περίοδο), καθώς:

- Υπάρχει αντίφαση μεταξύ του σκεπτικού της ΕΕΤΤ περί συμπερίληψης διαστήματος 5ετούς διάρκειας πλήρους φυσιολογικής λειτουργίας της αγοράς των Ελληνικών ομολόγων εκτός διαστήματος κρίσης χρέους και της προτεινόμενης λύσης, που περιλαμβάνει όλο το διάστημα της κρίσης χρέους της χώρας μας, δηλαδή τα έτη 2010-2019,
- Η περίοδος 4/2017-3/2022 λαμβάνεται υπόψιν δύο φορές στους υπολογισμούς της ΕΕΤΤ, μία στην περίοδο που χρησιμοποιεί η έκθεση του BEREC και μία στη δεκαπενταετία 4/2008 – 3/2022, το οποίο δε συνάδει με τη μέθοδο υπολογισμού ενός μέσου όρου.
- η περίοδος 2008 – 2022 δεν είναι αντιπροσωπευτική, καθώς οι διακυμάνσεις που περιλαμβάνει και κατά βάση αφορούν στη δεκαετία 2009-2019 έχουν πλέον ελάχιστο αντίκτυπο σε μία επένδυση που θεωρείται ότι λαμβάνει χώρα το 2023.
- η στάθμιση των υπό περιόδων στη μεθοδολογία της ΕΕΤΤ θα πρέπει να αντανακλά αφενός το βάρος που θα πρέπει η κάθε περίοδος να έχει στον υπολογισμό του WACC, αφετέρου, και δεδομένης της χρήσης παρελθοντικών στοιχείων, της πιθανότητας οι εν λόγω συνθήκες και γεγονότα της περιόδου 2008-2022 να επαναληφθούν στο μέλλον, το οποίο θεωρεί ιδιαίτερα απίθανο, λόγω των αποτελεσματικότερων μηχανισμών αντιμετώπισης τέτοιων ενδεχομένων από την ΕΕ.

Προτείνει τον καθορισμό του RFR βάσει του αριθμητικού μέσου όρου των μηνιαίων αποδόσεων του 10-ετούς ομολόγου για την περίοδο από τον Απρίλιο 2017 έως και Φεβρουάριο 2023 (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία), το οποίο υπολογίζεται σε 2,923%, και το WACC σε 6,77%. Τέλος, προσθέτει δύο εναλλακτικές προτάσεις:

- 1) Η Πρόταση 1 η οποία αποκλίνει ελάχιστα από την προτεινόμενη μεθοδολογία του BEREC δίνοντας μεγαλύτερο βάρος στην πιο πρόσφατη περίοδο.

Πρόταση 1	Ποσοστό στάθμισης	Μ.Ο. Επιτοκίου μηδενικού κινδύνου
<b>4/2017 – 10/2019</b> , περίοδος της έκθεσης του BEREC κατά την οποία η Ελλάδα ήταν εκτός της αγοράς ομολόγων	40%	4,14%
<b>11/2019 – 2/2023</b> , περίοδος της έκθεσης του BEREC κατά την οποία η Ελλάδα διαθέτει 10ετή ομόλογα και επέκτασή της μέχρι σήμερα.	60%	1,98%
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ		2,844%
<b>Υπολογισμός WACC Pre Tax</b>		<b>6,68%</b>

- 2) Η Πρόταση 2 η οποία συνάδει με την υπό διαβούλευση μεθοδολογία υπολογισμού του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, ενώ η επιλογή της δεκαετίας 1999-2009 αφορά μεν σε περίοδο ακόμα παλαιότερη χρονικά σε σχέση με την προτεινόμενη περίοδο, ωστόσο είναι αντιπροσωπευτική ως προς τις μακροοικονομικές συνθήκες που επικρατούν, αλλά και αναμένεται να επικρατήσουν στο μέλλον, με θετικούς δείκτες μεγέθυνσης.

Πρόταση 2	Ποσοστό στάθμισης	Μ.Ο. Επιτοκίου μηδενικού κινδύνου
3/1999 – 02/2009, περίοδος ομαλής λειτουργίας αγοράς ομολόγων και ελληνικής οικονομίας	20%	4,80%
4/2017 – 10/2019, περίοδος της έκθεσης του BEREC κατά την οποία η Ελλάδα ήταν εκτός της αγοράς ομολόγων	30%	4,14%
11/2019 – 2/2023, περίοδος της έκθεσης του BEREC κατά την οποία η Ελλάδα διαθέτει 10ετή ομόλογα και επέκτασή της μέχρι σήμερα.	50%	1,98%
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ		3,192%
<b>Υπολογισμός WACC Pre Tax</b>		<b>7,08%</b>

Τέλος, προτείνει για λόγους πληρότητας να υπολογιστεί και να συμπεριληφθεί ο τύπος για το WACC post-tax, και υπογραμμίζει την ανάγκη ετήσιας αναθεώρησης του WACC, σύμφωνα με την ετήσια εκδιδόμενη σχετική έκθεση BEREC. Αναμένει δε, ότι δεδομένου ότι το BULRIC+ μοντέλο πρόκειται να οριστικοποιηθεί εντός του 2023, και καθώς θα έχει συμπληρωθεί πλήρης πενταετία ομαλής λειτουργίας της ελληνικής οικονομίας, σημειώνει ότι η πρώτη αναθεώρηση των παραμέτρων του WACC θα λάβει χώρα εντός του 2024 και ο υπολογισμός του WACC θα πραγματοποιηθεί πλήρως βάσει της μεθοδολογίας που παρατίθεται στην έκθεση του BEREC, υπολογίζοντας το μέσο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου χρησιμοποιώντας τα στοιχεία της πρόσφατης πενταετίας.

Ένας συμμετέχων διαφωνεί με τη χρήση του διαστήματος από 04/2008 έως 03/2022, και πιο συγκεκριμένα για το διάστημα 04/2008 έως 03/2017, καθώς και με τη χρήση συγκεκριμένων συντελεστών βαρύτητας λόγω απόκλισης από τις κατευθύνσεις που έχει δώσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την από 6 Νοεμβρίου 2019 ανακοίνωση της (2019/C 375/01).

Επιπλέον σημειώνει ότι η ΕΕ στο πλαίσιο σχολιασμού του σχεδίου μέτρων της αγοράς 3α και 3β<sup>1</sup> της BNetzA ως προς την χρήση 10ετούς περιόδου για τον υπολογισμό του μέσου όρου του RFR, υπέβαλε σχετικό σχόλιο, ότι η 5ετής περίοδος υπολογισμού προσφέρει καλύτερη ισορροπία μεταξύ αποτύπωσης της τρέχουσας κατάστασης και περιορισμού απρόσμενων

<sup>1</sup> Case DE/2021/2339, [https://circabc.europa.eu/sd/a/06c95f87-57a8-4a33-a9d4-b0894e64cb45/DE-2021-2339%20Adopted\\_and%20Corr\\_adopted\\_EN.pdf](https://circabc.europa.eu/sd/a/06c95f87-57a8-4a33-a9d4-b0894e64cb45/DE-2021-2339%20Adopted_and%20Corr_adopted_EN.pdf)

διαφοροποιήσεων και κάλεσε την BNetzA να αναθεωρήσει την εν λόγω προσέγγιση, λαμβάνοντας υπόψη τις αντίστοιχες τιμές χωρών με ανάλογη πιστοληπτική ικανότητα, όπως η Γαλλία, Ισπανία, Τσεχία.

Εν κατακλείδι, ο πάροχος υπογραμμίζει ότι θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι συγκεκριμένα κατά το διάστημα 2011-2014 επικρατούσαν στη χώρα ιδιαίτερα δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, οι οποίες επουδενί αντιστοιχούν στις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν σήμερα στη χώρα, ώστε η ΕΕΤΤ να αναθεωρήσει την πρότασή της, και προτείνει να λάβει υπόψη της τις περιόδους 01/2018 – 12/2022 ή ακόμα και 03/2018 – 02/2023. Εναλλακτικά, εφόσον δύναται να δικαιολογηθεί σχετική απόκλιση, η ΕΕΤΤ θα μπορούσε να λάβει υπόψη της το διάστημα 04/2017 – 12/2022 ή 04/2017 – 02/2023.

### **Θέση ΕΕΤΤ:**

Η ΕΕΤΤ υπογραμμίζει ότι ο υπολογισμός του WACC δύναται να αποκλίνει κατά το ελάχιστο δυνατό από τη μεθοδολογία που προτείνεται στο «BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (WACC parameters Report 2022)». Τυχόν παρεκκλίσεις πρέπει να οφείλονται σε μεταβολή των παρουσών συνθηκών από την έκδοση του Report και να έχουν μελλοντοστρεφή προσανατολισμό. Η ΕΕΤΤ κρίνει ότι ο δείκτης RFR είναι αναγκαίο να επανεξεταστεί λόγω των μακροοικονομικών εξελίξεων από την έκδοση του BEREC WACC Report 2022 καθώς και των ειδικών χαρακτηριστικών της πιστωτικής κρίσης της Ελλάδας. Σχετικά με την πρόταση ενός (1) συμμετέχοντα για την αντικατάσταση των συντελεστών Equity Risk Premium και Gearing Ratio με τους αντίστοιχους που αφορούν μόνο τον ΟΤΕ και την ελληνική αγορά, σημειώνουμε ότι είναι αντίθετη με τη μεθοδολογία του BEREC WACC Report 2022.

Σχετικά, με τις προτάσεις ενός (1) εκ των συμμετεχόντων, για υπολογισμό επιτοκίου μηδενικού κινδύνου εύρους 2,92%, ή 2,84% ή 3,19%, η ΕΕΤΤ θεωρεί ότι το επίπεδο αυτών δεν συνάδει με τη ρεαλιστική εκτίμηση του επιτοκίου για την Ελληνική αγορά. Χαρακτηριστικά, ο ίδιος ο πάροχος καταλήγει στην εκτίμηση ότι τόσο η εν λόγω παλαιά περίοδος (03/1999-02/2009) όσο και η πλέον πρόσφατη (Μαρ 2022 έως Φεβ 2023) αποτελούν αντιπροσωπευτικές περίοδοι, ως προς τις μακροοικονομικές συνθήκες που επικρατούν, αλλά και αναμένεται να επικρατήσουν στο μέλλον, με θετικούς δείκτες μεγέθυνσης, για την Ελληνική αγορά και συνεπώς για τον καθορισμού του ύψους του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, οι εν λόγω περίοδοι υπολογίζουν μέσο όρο επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, 4,84% και 3,86%, αντίστοιχα, οριοθετώντας εμπειρικά ένα αποδεκτό εύρος διακύμανσης του επιτοκίου αυτού.

Σχετικά με την πρόταση συμπερίληψης της υποπεριόδου 03/1999 – 02/2009, η ΕΕΤΤ θεωρεί ότι δεν μπορεί να λάβει υπόψη τα εν λόγω στοιχεία λόγω ακόμη μεγαλύτερης παλαιότητας των στοιχείων.

Σχετικά με την παρατήρηση ενός (1) εκ των συμμετεχόντων περί επικάλυψης των χρονικών περιόδων της προτεινόμενης τρίτης υποπεριόδου (4/2008-3/2022) με την προτεινόμενη περίοδο BEREC (4/2017-3/2022) και δεδομένου ότι η τρίτη υποπερίοδος περιλαμβάνει όλη την περίοδο κρίσης και μη έκδοσης Ελληνικού ομολόγου, η ΕΕΤΤ σημειώνει ότι η εν λόγω περίοδος λαμβάνει το χαμηλότερο ειδικό βάρος στον υπολογισμό, ώστε να αποδυναμώσει τη σχετική επιρροή στο μεσοσταθμικό μέσο όρο του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου. Παρόλα

αυτά δύναται α) να επανεξετάσει την εν λόγω χρονική περίοδο για ενίσχυση της υπολογιστικής ακεραιότητας ορίζοντας την από το διάστημα 4/2008 – 3/2017 και β) να μειώσει τον συντελεστή βαρύτητας της τρίτης περιόδου.

Οι εναλλακτικές προτάσεις ενός εκ των συμμετεχόντων για χρήση μίας περιόδου διάρκειας 5 ετών, που εκκινεί είτε από 04/2017 είτε από 01/2018 είτε από 03/2018, διατηρεί τη βασική αδυναμία που έχει αναδείξει η ΕΕΤΤ, σχετικά με την συμπερίληψη προβληματικής περιόδου μη έκδοσης 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου, ώστε οι προτεινόμενες περίοδοι δεν διασφαλίζουν χρήση πλήρους διάρκειας περιόδου 5 ετών έκδοσης και διαπραγμάτευσης σε όρους κανονικής λειτουργίας αγοράς ομολόγων.