



Republika e Kosovës  
Republika Kosova - Republic of Kosovo

ZYRA E RREGULLATORIT PËR ENERGJI  
REGULATORNI URED ZA ENERGIJU  
ENERGY REGULATORY OFFICE



# Mesatarja e Ponderuar e Kostos së Kapitalit Përgjigje ndaj komenteve

Shqyrtimi periodik i vlerave hyrëse për OST/OT-në dhe  
OSSH-në

(2018-2022)

## DEKLARATË

Ky Raport i Përgjigjeve është përgatitur nga ana e ZRRE-së me qëllim të informimit të palëve të interesit të sektorit të energjisë. Raporti nuk paraqet ndonjë vendim të ZRRE-së dhe nuk duhet të interpretohet si i tillë.

4 prill 2018



## Përmbajtja

<b>1</b>	<b>Hyrje .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>WACC për KEDS.....</b>	<b>2</b>
2.1.1	Përmbledhje e komenteve të KEDS-it .....	2
2.1.2	Rishikimi i analizës së rrjedhës së parasë .....	3
2.2	Shqyrtimi i komponentëve të WACC .....	3
2.2.1	Norma pa risk .....	3
2.2.2	Premia e Riskut të Borxhit .....	5
2.2.3	Premia e Riskut të Tregut .....	7
2.2.4	Beta e ekuitetit .....	9
2.3	Konkluzionet .....	9
<b>3</b>	<b>WACC për KOSTT.....</b>	<b>10</b>
3.1	Përmbledhja e komenteve të KOSTT-it.....	10
3.2	Rishikimi i komponentëve të WACC .....	11
3.2.1	Norma pa risk .....	12
3.2.2	Premia e riskut të tregut (MRP).....	12
3.2.3	Beta e ekuitetit .....	13
3.2.4	Shënimi i ZRRE-së mbi koston e borxhit .....	14
3.3	Konkluzione.....	15



## 1 Hyrje

Zyra e Rregullatorit për Energji (ZRRE) është duke kryer Shqyrtimin Periodik për periudhën e dytë Rregulative (PRR2) për të përcaktuar të Hyrat e Lejuara Maksimale (MAR) për Operatorin e Sistemit të Transmetimit (OST), Operatorin e Tregut (OT) dhe Operatorin e Sistemit të Shpërndarjes (OSSH) për periudhën 1 prill 2018 deri 31 mars 2023. KOSTT SH.A. kryen aktivitetet e OST/OT, ndërsa KEDS SH.A. të OSSH-së. Të hyrat e lejuara aktuale u përcaktuan për Shqyrtimin e parë Periodik 2013-2017 në vitin 2013 (PRR1).

Si pjesë të këtij shqyrtimi, ZRRE-ja do të përcaktoj paraprakisht një numër të vlerave hyrëse për llogaritjen e MAR në mënyrë që të siguroj kohë të mjaftueshme për konsultimin publik të tyre. Kjo është praktika e njëjtë që është zbatuar për PRR1. Vlerat hyrëse në fjalë janë:

- Niveli fillestar dhe norma e pritur e reduktimeve të humbjeve në Sistemin e Transmetimit dhe Shpërndarjes.
- Norma e pritur e efikasitetit në kostot operative të OST/OT-së dhe OSSH.
- **Mesatarja e Ponderuar e Kostos së Kapitalit (WACC) të OST/OT-së dhe OSSH, që është subjekt i këtij Raporti të Përgjigjeve.**
- Jetëgjatësia e asetëve që do të përdoret për qëllime të llogaritjes së zhvlerësimit rregullativ të investimeve të reja.

ZRRE-ja ka publikuar Raportin Konsultativ me propozimet për WACC me 4 korrik 2017. Janë pranuar dy grupe të komenteve – nga KOSTT-i dhe nga KEDS-i. Të dy grupet e komenteve janë publikuar në ueb faqen e ZRRE-së së bashku me këtë raport.

Ky Raport i Përgjigjeve përmbledh komentet e pranuar nga KEDS-i dhe KOSTT-i rreth WACC të propozuar për OSSH-në dhe OST-në dhe përgjigjet e ZRRE-së ndaj tyre.

Pas publikimit të këtij raporti, Bordi i ZRRE-së do të shqyrtojë dhe do të bëjë përcaktimin përfundimtar të WACC të lejuar që do të përfshihen në MAR të OSSH-së dhe OST/OT-së për PRR2.

Ky raport është i organizuar në dy pjesë. Pjesa e parë shqyrton komentet e KEDS-it dhe azhuron vlerësimet e ZRRE-së për WACC për KEDS-in. Pjesa e dytë shqyrton komentet e KOSTT-it, aty ku ato ndryshojnë nga ato të KEDS-it.

### Dokumentet relevante

LIGJI Nr. 05/L - 085 për Energjinë Elektrike	<a href="http://ero-ks.org/2016/Ligjet/LIGJI_PER_ENERGJINE_ELEKTRIKE.pdf">http://ero-ks.org/2016/Ligjet/LIGJI_PER_ENERGJINE_ELEKTRIKE.pdf</a>
LIGJI Nr. 05/L-084 për Rregullatorin e Energjisë	<a href="http://ero-ks.org/2016/Ligjet/LIGJI_PER_RREGULLATORIN_E_ENERGJISE.pdf">http://ero-ks.org/2016/Ligjet/LIGJI_PER_RREGULLATORIN_E_ENERGJISE.pdf</a>



Rregulla për të Hyrat e OST/OT	<a href="http://ero-ks.org/2017/Rregullat/Rregulla%20per%20te%20Hyrat%20e%20OST_OT.pdf">http://ero-ks.org/2017/Rregullat/Rregulla%20per%20te%20Hyrat%20e%20OST_OT.pdf</a>
Rregulla për të Hyrat e OSSH	<a href="http://ero-ks.org/2017/Rregullat/Rregulla%20per%20te%20Hyrat%20e%20OSSH.pdf">http://ero-ks.org/2017/Rregullat/Rregulla%20per%20te%20Hyrat%20e%20OSSH.pdf</a>
Raporti Konsultativ i ZRRE-së për WACC për PRR2	<a href="http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Raport_Konsultativ_per_WACC_04072017.pdf">http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Raport_Konsultativ_per_WACC_04072017.pdf</a>
Komentet e KEDS-it në Raportin Konsultativ për WACC për PRR2	<a href="http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Komentet%20ndaj%20Raportit%20Konsultative%20t%C3%AB%20ZRRR%20per%20WACC_KEDS.pdf">http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Komentet%20ndaj%20Raportit%20Konsultative%20t%C3%AB%20ZRRR%20per%20WACC_KEDS.pdf</a>
Komentet e KOSTT-it në Raportin Konsultativ për WACC për PRR2	<a href="http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Komente%20ndaj%20Raporteve%20Konsultative%20te%20Vlerave%20Hyrese%20per%20WACC%20humbje%20dhe%20jetegjatesin%20e%20aseteve_KOSTT.pdf">http://ero-ks.org/2017/Tarifat/Komente%20ndaj%20Raporteve%20Konsultative%20te%20Vlerave%20Hyrese%20per%20WACC%20humbje%20dhe%20jetegjatesin%20e%20aseteve_KOSTT.pdf</a>

## 2 WACC për KEDS

### 2.1.1 Përmbledhje e komenteve të KEDS-it

Në komentet e veta, KEDS-i fillon duke argumentuar se niveli i WACC i propozuar nga ZRRE-ja prej 6.4% deri 8.5% (nominale, para-tatimore) është shumë e ulët për KEDS-in që të jetë në gjendje të financojë programin e saj të investimeve gjatë PRR2. Për të mbështetur këtë argument, KEDS ofron një përmbledhje të projeksionit të rrjedhës së parasë për PRR2.

KEDS pastaj vazhdon diskutimin e komponentëve të ndryshëm të llogaritjes së WACC dhe argumenton se vlerat që janë propozuar nga ZRRE-ja janë shumë të ulëta. Komponentët e diskutuar janë:

- Norma pa risk, që përfaqëson koston e borxhit sovran në Kosovë.
- Premia e riskut të borxhit (DRP), që përfaqëson koston shtesë të huazimit të KEDS-it në krahasim me atë të Qeverisë së Kosovës.
- Premia e riskut të tregut (MRP), që përfaqëson kthimin shtesë që kërkohet nga investitorët në aksione në krahasim me atë të kërkuar nga investitorët në borxhin sovran (aseti pa risk).
- Beta e ekuitetit, që përfaqëson riskun e KEDS-it në krahasim me atë të tregut të kapitalit.

KEDS gjithashtu paraqiti vlera të propozuara alternative për këto komponente. Bazuar në to, KEDS-i vlerëson WACC për PRR2 në 15.5%, që përfaqëson një rritje prej 0.5% në vlerën e miratuar për PRR1.

Në këtë raport, ZRRE-ja shqyrton dhe jep përgjigje në secilin nga këto çështje. Konkluzionet e ZRRE-së janë dhënë në fund të këtij raporti.



### **2.1.2 Rishikimi i analizës së rrjedhës së parasë**

ZRRE-ja ka një numër shqetësimesh për analizën e rrjedhës së parasë të prezantuar nga KEDS-i e cila sipas pikëpamjes së ZRRE-së nuk e bënë këtë relevante për vendimet për WACC.

Shqetësimi i parë është se KEDS-i supozon se ZRRE-ja ka obligim që të sigurohet që KEDS-i ka rezerva të mjaftueshme të parasë së gatshme gjatë tërë kohës dhe se e vetmja mënyrë për të rritur këto rezerva të parasë së gatshme është rritja e WACC. Të dy supozimet janë të pasakta:

- Nga ZRRE-ja pritet që të sigurohet se MAR i miratuar është i mjaftueshëm për një biznes efikas për të financuar aktivitetet e tij. Kjo nuk do të thotë që duhet të sigurohet që biznesi të ketë rrjedhje pozitive të parave gjatë gjithë kohës. Është e pritshme që biznesi do të huazojë dhe do të pranoj injektim të kapitalit kohë pas kohe për të financuar investimet ku këto fonde do të paguhen në një datë të mëvonshme. WACC i lejuar kompenson financuesit për koston e sigurimit të këtyre fondeve.
- Nëse ekzistojnë kufizime në rrjedhje të parasë dhe ZRRE-ja e konsideron të përshtatshme për të adresuar këto përmes kontrollit të çmimeve, atëherë ka mënyra alternative për të bërë këtë, ndryshe nga ngritja artificialisht e WACC-ut. Për shembull, profilet e zhvlerësimit mund të përshpejtohen ose mund të bëhen 'transfere' nga periudhat e ardhshme rregullative në periudhën aktuale.

Shqetësimi tjetër është se KEDS-i nuk ka ofruar llogaritjet dhe supozimet që ndodhen nën projeksione. Prandaj, ZRRE-ja nuk mund të vlerësojë nëse ato janë të arsyeshme dhe të arsyetuara. Në këtë kontekst, ZRRE-ja thekson se ende nuk është marrë asnjë vendim për kontrollin në PRR2 dhe nuk është lëshuar asnjë propozim për shpenzimet e lejuara operative dhe kapitale. Prandaj, të gjitha vlerat e paraqitura në analizën e rrjedhës së parasë janë supozime të vetë KEDS-it dhe mund të ndryshojnë shumë nga propozimet e vetë ZRRE-së dhe vendimeve përfundimtare të arritura.

## **2.2 Shqyrtimi i komponentëve të WACC**

### **2.2.1 Norma pa risk**

KEDS-i argumenton se përdorimi i kufirit të ulët nga ZRRE-ja për normën pa risk, e barabartë me të ardhurat nga letrat me vlerë të Qeverisë së Republikës së Kosovës (për afatin që tejkalon një vit) është i papërshtatshëm pasi që këto nuk përfaqësojnë çmimet e tregut. Bazë e KEDS-it për këtë pretendim është se sipas tyre Qeveria e Republikës së Kosovës ka lëshuar vetëm një obligacion qeveritar me maturitet 5 vjeçar i cili nuk është në qarkullim sepse i gjithë emisioni është blerë nga bankat e nivelit të dytë për të mbuluar detyrimet e tyre kundrejt Bankës Qendrore. Respektivisht, përdorimi i shembullit nga Kosova mund të japi konkluzione të gabuara duke rrezikuar stabilitetin e sistemit. KEDS-i gjithashtu pretendon se përdorimi nga ZRRE-ja i të ardhurave mesatare të Qeverisë së Hungarisë nga bonot 10 vjeçare si një kufi i lartë për normën pa risk është i papërshtatshëm pasi që Hungaria në sajë të anëtarësimit në BE dhe të sistemeve më të avancuara ligjore dhe financiare është me risk më të ulët se Kosova.

Në vend të gamës së propozuar nga ZRRE-ja të normës pa risk prej 1.1% deri 3.0% që ka rrjedhë nga këta krahasues, KEDS-i propozon përdorimin e një norme reale pa risk prej 3.5%. Kjo përfaqëson normën nominale pa risk prej 5.5% të përdorur në llogaritjen e një vlere të përshtatshme të WACC



për përcaktimin e tarifave nxitëse, ashtu siç është lëshuar nga ZRRE-ja në vitin 2016, minus një lejim prej 2% për inflacion<sup>1</sup>.

Përgjigjet e ZRRE-së për secilin prej këtyre argumenteve janë të dhëna më poshtë:

- Nuk ekziston asnjë obligim specifik për bankat kosovare që të blejnë bono të Qeverisë së Kosovës. Çdo entitet ose individ mund t'i blejë ato, edhe pse është e vërtetë që rreth gjysma e letrave me vlerë mbahen nga bankat<sup>2</sup>. Argumenti i KEDS se Qeveria ka lëshuar vetëm një obligacion me maturitet 5 vjeçar, nuk qëndron, pasi që për periudhën 2015 - korrik 2017 janë lëshuar 5 obligacione me maturitet 5 vjeçar me vlerë të përgjithshme prej 85 milion €. Për më tepër, disa komentues kanë sugjeruar që Kosova ka tepërcë të likuiditetit për shkak të kërkesës nga fondet e menaxhuara nga Qeveria (shih fragmentin më poshtë nga një rishikim i fundit). Kjo potencialisht do të çonte në kërkesë më të madhe për bono, duke ulur normat të interesit për bono. Një dëshmi më tepër se mund të ketë tepërcë të likuiditetit sugjerohet nga tepërcia e qëndrueshme e shumave të ofruara ndaj shumave të shpallura për bonot e reja të lëshuara<sup>3</sup>. Megjithatë, madhësia e ekzistimit të një efekti të tillë është vështirë të përcaktohet.

*Tepërcia e likuiditetit dhe rënia e normave të interesit kanë rezultuar në raport të lartë të ofertës dhe kërkesës nga investitorë të tregut të brendshëm. Likuiditeti i tepërt në treg, rënia e normave të interesit, dhe blerja e letrave me vlerë nga BQK në tregun sekondar kanë rezultuar në mbiofërtim (mbi 200% raporti ofertë/kërkesë).<sup>4</sup>*

- Vlerësimi sovran i kreditit të Hungarisë (Moody) aktualisht është Baa3<sup>5</sup>. Kjo e vendos atë në të njëjtin vlerësim si, midis vendeve tjera, Namibia, Indonezia, Kazakistani dhe Rumania dhe nën atë të Bullgarisë. Kjo sugjeron se Hungaria nuk konsiderohet si një vend mjaft i sigurt për të investuar. Përderisa nuk është e mundur që të krahasohet direkt risku i kreditit të Hungarisë me atë të Kosovës, duke pasur parasysh që ky i fundit nuk ka vlerësim sovran të kreditit, duhet të theksohet se raporti aktual i Hungarisë i borxhit publik ndaj PBB është 74%<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> ZRRE. Prill 2016. *Metodologjia për Llogaritjen e Tarifave Nxitëse për Energjinë nga teknologjia e erës dhe hidrocentraleve të vogla: Raport Konsultativ*. [PDF]. Në dispozicion në: [http://www.ero-ks.org/2016/Tarifat/RAPORT\\_per\\_FIT\\_te\\_eres\\_dhe\\_hidrocentraleve\\_te\\_vogla\\_eng.pdf](http://www.ero-ks.org/2016/Tarifat/RAPORT_per_FIT_te_eres_dhe_hidrocentraleve_te_vogla_eng.pdf)

<sup>2</sup> Raporti Vjetor i BQK 2016

<sup>3</sup> Shumat e ofruara kanë tejkaluar shumat e shpallura nga 1.5 deri 3 herë që nga viti 2012. Referojuni raportit të BQK-së për rezultatet e ankandit (në dispozicion në: <http://bqk-kos.org/?id=107&ar=1>)

<sup>4</sup> Ministria e Financave (Divizioni i Menaxhimit të Borxhit). Prill 2017. Programi i Borxhit Shtetëror 2018-20. [PDF]. Available at: <http://mf.rks-gov.net/desk/inc/media/7FCE4D87-D716-49D1-83C3-652BBC9E5776.pdf>

<sup>5</sup> Shih: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>6</sup> Vlerësimet e FMN-së janë se borxhi publik ishte 74.1% e PBB në vitin 2016 dhe kjo parashikohet që të bjerë pak në 73.1% të PBB në vitin 2017 (IMF Country Report 17/123, në dispozicion në: <http://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/05/12/Hungary-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44908>).



krahasuar me 24% të Kosovës<sup>7</sup> dhe se Hungaria përjetoi një krizë të borxhit bankar në vitin 2010. Hungaria gjithashtu mban monedhën e vetë, gjë e cila e ekspozon ndaj rreziqeve të kursit të këmbimit, përkundë Kosovës e cila përdor Euron si valutë zyrtare. Nëse asgjë tjetër, Hungaria mund të konsiderohet më e rrezikshme se Kosova sa i përket borxhit sovran.

- Norma pa risk dhe vlerat tjera të përdorura në llogaritjen e vlerës së WACC, si një input për përcaktimin e tarifës nxitëse në raportin konsultativ të ZRRE-së, në vitin 2016 ishin të bazuara në vendimin e ZRRE-së për PRR1 për parametrat e WACC. Ato nuk përfaqësojnë rezultatin e një shqyrtimi të plotë të WACC përkatëse për periudhën e ardhshme tarifore. Prandaj, është e papërshtatshme që të përdoren ato si bazë për WACC të PRR2.

### 2.2.2 Premia e Riskut të Borxhit

KEDS pretendon se premia e riskut të borxhit duhet të jetë më e lartë se 3.5% e zbatuar në vendimin e ZRRE-së të vitit 2016 për tarifën nxitëse për shkak të pamundësisë së saj për të zotëruar asetet si kolateral dhe për shkak të mungesës së një marrëveshjeje për blerje të energjisë (MBE), gjë që ngritë riskun në raport me atë të gjenerimit të energjisë së ripërtëritshme. Për të mbështetur këtë, KEDS-i deklaron se normat mesatare aktuale të huadhënies në Kosovë janë 6.8%, të cilat, kur të kombinohen me normën pa risk të propozuar nga KEDS-i prej 3.5%<sup>8</sup>, do të rezultonte në premi të riskut të borxhit prej 3.3%. Propozimi i vetë KEDS-it për preminë e riskut të borxhit është 4.0%.

ZRRE-ja nuk konsideron se KEDS-i në thelb është me rrezikshmëri më të lartë se gjenerimi i energjisë nga Burimet e Ripërtëritshme në Kosovë. Veçanërisht, KEDS-i është shumë më pak i ekspozuar ndaj riskut të ndërtimit, si pjesë të kostos totale, që përgjithësisht njihet si niveli i riskut më të lartë për infrastrukturë të re. Përveç kësaj, ndonëse KEDS-i nuk ka MBE, është i mbrojtur nga risku përmes aplikimit të një mbulese të të hyrave.

BQK-ja publikon statistika të detajuara mbi normat e huadhënies në Kosovë<sup>9</sup>. KEDS-i nuk ka deklaruar se me cilën normë lidhet vlera e cituar prej 6.8%. Sipas pikëpamjes së ZRRE-së, norma më e përshtatshme është ajo për kreditë e investimeve që tejkalojnë pesë vjet. Që nga maji 2017, muaji më i fundit për të cilin të dhënat janë në dispozicion, norma mesatare e interesit për këto kredi është raportuar në 5.8%. Gjatë periudhës së fundit 12 mujore, normat e interesit ishin mesatarisht 6.3%. Normat e interesit kanë rënë ndjeshëm që nga fillimi i periudhës së PRR1 në vitin 2012, ashtu siç

<sup>7</sup>Parashikimet e FMN-së janë se borxhi publik do të jetë i barabartë me 23.5% të PBB në vitin 2017 (IMF Country Report 17/68, në dispozicion në: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/03/17/Republic-of-Kosovo-Second-and-Third-Reviews-under-the-Stand-By-Arrangement-and-Request-for-44747>). Kosova ligjërisht ka kufizuar borxhin publik në më pak se 30% të PBB.

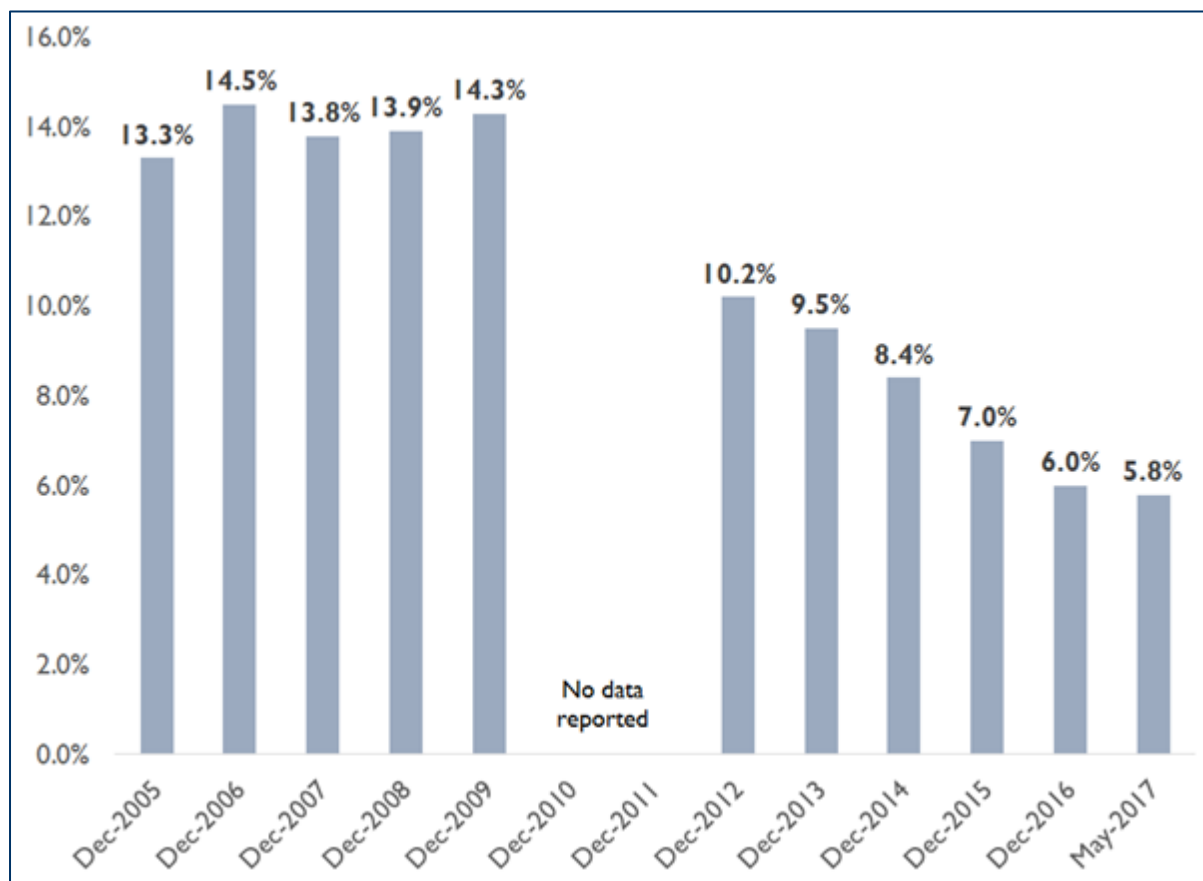
<sup>8</sup> Megjithëse nuk është deklaruar nga KEDS-i, ne supozojmë se ata konsiderojnë inflacionin si të papërfillshëm në mënyrë që normat e propozuara reale dhe nominale pa risk janë identike për qëllime të kësaj llogaritjeje. Nëse përdoret supozimi i KEDS-it për normën nominale pa risk në vitin 2016 prej 5.5% atëherë premia e riskut të borxhit të nënkuptuar do të ishte vetëm 1.3% bazuar në këtë krahasim.

<sup>9</sup> Banka Qendrore e Kosovës. Korrik 2017. *Buletini Mujor Statistikor: maj 2017*. Në dispozicion në: <http://bqk-kos.org/index.php?m=t&id=47>



tregohet më poshtë, duke sugjeruar edhe rënien e perceptimeve të riskut të Kosovës dhe rënie të premive të kredive.

**Figura 1: Normat efektive të interesit (kreditë për investime, >5 vjet), muajt e zgjedhur**



Burimi: Banka Qendrore e Kosovës

Kur të krahasohen këto norma të interesit me bazat e ZRRE-së për normat e supozuara pa risk, të ardhurat nga bonot e Qeverisë së Republikës së Kosovës dhe Qeverisë së Hungarisë, atëherë premia e nënkuptuar e riskut të borxhit në maj të vitit 2017 ishte 5.0% dhe 2.7% përkatësisht<sup>10</sup>. Mesatarisht gjatë periudhës së fundit 12 mujore, premia e riskut të borxhit ka qenë 5.5%, nëse përdoren bonot e Qeverisë së Republikës së Kosovës, për të përfaqësuar normën pa risk dhe 3.1% nëse përdoren bonot e Qeverisë së Hungarisë. ZRRE-ja thekson se këto janë mbi supozimet e saj aktuale të premisë së riskut të borxhit prej 3.0% dhe të atyre të totalit të kostos së borxhit prej 6.5%, në bazë të muajit maj 2017, ose 6.3% si një mesatare e normave të fundit. Kjo paraqet edhe propozimin e ZRRE-së në prej 6.5%.

<sup>10</sup> Vini re normat e interesit janë në kushte nominale dhe kështu që, për këtë llogaritje, të ardhurat nominale nga letrat me vlerë janë përdorur në vend të normës reale pa risk.





### 2.2.3 Premia e Riskut të Tregut

KEDS-i ka deklaruar se MRP e vlerësuar duhet të bazohet në vlerësimet e publikuara të profesor Aswath Damodaran i Shkollës së Biznesit Stern në Universitetin e New Yorkut. Profesori Damodaran mban një bazë të të dhënave të vlerësimeve të premisë së riskut të ekuitetit në shumicën e vendeve në raport me SHBA-të. Këto kanë për qëllim që të përdoren nga praktikuesit dhe përfaqësojnë një kombinim të riskut të vlerësuar të borxheve të vendit (ose risku i borxhit sovran) plus një premi shtesë që përfaqëson një risk shtesë të tregjeve në zhvillim (përfaqësuar nga një faktor shumëzues prej 1.23) plus MRP e SHBA-ve të cilën Damodaran e vlerëson në 5.69%. KEDS-i propozon që të përdoren vlerësimet e Damodaran të premisë së riskut të ekuitetit për Bosnje-Hercegovinën prej 14.9% plus 1.0% tjera për të përfaqësuar riskun shtesë të Kosovës dhe më pak se norma pa risk e propozuar nga KEDS prej 3.5% për të dhënë një MRP prej 12.4%.

ZRRE-ja ka pikëpamje tjetër se si KEDS-i ka zbatuar vlerësimet e Damodaran për të marrë këtë vlerë si dhe për përshtatshmërinë e përdorimit të këtyre vlerësimeve. Këto pikëpamje shtjellohen më poshtë.

#### *Aplikimi i vlerësimeve të Damodaran-it*

ZRRE-ja së pari thekson se, me sa duket ka një gabim në llogaritje në propozimet e KEDS-it. Vlerësimi i Damodaran-it paraqitet si shuma e riskut të tregut të vendit dhe ekuitetit në krahasim me normën pa risk të SHBA-ve, por KEDS-i është duke e aplikuar atë në normën e vetë pa risk të propozuar për Kosovën. Kjo dyfishon preminë e riskut të vendit për Kosovën në krahasim me atë të SHBA-ve dhe për rrjedhojë rrit koston e vlerësuar të ekuitetit. Korrigjimi i kësaj bëhet duke zbritur vlerësimin e Damodaran-it prej riskut shtesë të vendit të Bosnje-Hercegovinës jep një MRP të nënkuptuar për Bosnje-Hercegovinën prej 7.5% (shih Tabela 1, më poshtë) dhe një MRP të nënkuptuar për Kosovën prej 8.5% duke e përdorur përshtatjen e KEDS-it në vend të propozimit të saj prej 12.4%.

ZRRE-ja po ashtu vë në pikëpyetje përzgjedhjen nga KEDS-i të Bosnjës si një krahasues i përshtatshëm për Kosovën dhe deklaratën se Kosova është me risk më të lartë. Siç është theksuar më herët, Kosova në shumë mënyra ka një risk sovran relativisht të ulët dhe jo domosdoshmërisht është me risk më të lartë se vendet tjera në rajon. Duke parë vendet tjera në rajon, mund të shihet se vlerësimet e Damodaran-it për MRP ndryshojnë nga 6.2% në 7.9%.

**Tabela 1: Vlerësimet e Damodaran-it për preminë e riskut të tregut**

Vendi	Vlerësimi Moody	Premia totale e riskut të ekuitetit	Risku i vendit për dështim	Premia e nënkuptuar e riskut të tregut
Shqipëria	B1	12.09%	5.20%	7.89%
Bosnja dhe Hercegovina	B3	14.94%	7.51%	7.48%
Bullgaria	Baa2	8.40%	2.20%	6.20%
Kroacia	Ba2	9.96%	3.47%	6.49%
Hungaria	Baa3	8.82%	2.54%	6.28%
Maqedonia (FYROM)	Ba3	10.81%	4.16%	6.65%



Mali i zi	B1	12.09%	5.20%	7.89%
Rumania	Baa3	8.82%	2.54%	6.28%
Sllovenia	Baa3	8.82%	2.54%	6.28%
Serbia	B1	12.09%	5.20%	7.89%

Burimi: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) (janar 2017 data). MRP-ja e nënkuptuar është dallimi në mes të vlerësimit të Damodaran-it për riskun e vendit për dështim në krahasim me SHBA-të dhe preminë totale të riskut të ekuitetit për vendin.

#### *Përshtatshmëria e vlerësimeve të Damodaran-it*

Megjithatë, ZRRE-ja ka pikëpamje tjera rreth përdorimit të vlerësimeve të Damodaran-it në krahasim me precedentët e fundit rregullativ. Së pari, Damodaran nuk ofron vlerësime për Kosovën. Prandaj, përdorimi i bazës së të dhënave do duhej të përfshinte një analizë të veçantë rreth përshtatshmërisë së krahasuesve të ndryshëm ndërkombëtarë. Së dyti, nuk ekziston një konsensus në mes të akademikëve rreth saktësisë së vlerësimeve të Damodaran-it<sup>11</sup> dhe sigurisht që nuk është e përshtatshme t'i aplikojmë ato pa mëdyshje.

Kjo mungesë e konsensusit reflektohet në supozimet e një MRP shumë më të ulët të aplikuar nga rregullatorët rajonal dhe të BE-së në krahasim me vlerësimet e Damodaran-it, siç është e ilustruar më poshtë. ZRRE-ja vë theks të konsiderueshëm në precedentët e përcaktuar nga rregullatorët tjerë dhe si rrjedhojë, e konsideron këtë në vetvete si një argument të fortë kundër besueshmërisë së vlerësimeve të Damodaran-it.

#### ***Tabela 2: Vlerësimet e Damodaran-it për preminë e riskut të tregut dhe vendimet rregullative, vendet e përzgjedhura***

Vendi	Premia e Riskut të Tregut	
	Damodaran (I nënkuptuar)	Rregullator
Greqia (2015)	8.35%	4.00%
Hungaria (2012)	6.28%	4.00%
Irlanda (2010)	6.01%	4.95%
Italia (2012)	6.20%	4.00%
Lituania (2013)	6.01%	4.62%
Polonia (2015)	5.92%	4.60%
Portugalia (2014)	6.35%	6.25%

Burimi: Hulumtimi i ZRRE-së

Prandaj, ZRRE-ja propozon që të vazhdohet me aplikimin e vlerësimit të vetë të MRP-së prej 4.5%.

<sup>11</sup> Për një shembull kritik të kësaj, shih: Kruschwitz L, A Loeffler and G Mandl. July 2010. *Damodaran's Country Risk Premium: A Serious Critique*. [pdf]. Në dispozicion në: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1651466](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1651466)



#### 2.2.4 Beta e ekuitetit

KEDS-i deklaron, me të drejtë, se në Kosovë nuk ekziston një treg i ekuitetit i cili mund të përdoret për të vlerësuar betën për KEDS-in. Mbi këtë bazë, KEDS-i propozon që të supozohet se risku i vetë është i barabartë me atë të një tregu imagjinar të ekuitetit, duke i dhënë një beta prej një (1).

ZRRE pajtohet me propozimin e KEDS-it se në Kosovë nuk ekziston një treg i ekuitetit i cili mund të përdoret për të vlerësuar betën për KEDS-in, edhe pse një gjë e tillë nuk do të nënkuptonte që në mungesë të një tregu të tillë beta duhet të mirret 1. ZRRE aktualisht ka konsideruar se beta për këtë periudhë rregullative të jetë 1 dhe ka përditësuar kalkulimin e WACC-ut duke supozuar beta ekuitetit prej 1.

### 2.3 Konkluzionet

ZRRE konsideron se komentet e KEDS-it, në përgjithësi, nuk arsyetojnë ndonjë rishikim të propozimit të vetë fillestar për WACC. Përrjashtim është kosto e borxhit ku ZRRE-ja, ku pas rishikimit ZRRE thekson norma për koston e borxhit, pas aplikimit të premisë së borxhit prej 3.5%, rezulton te jetë 6.5%. Kjo jep një propozim për WACC (nominale, para-tatimore) prej 9.5% .

ZRRE ka vënë në dukje komentet e bëra mbi vlefshmërinë e normave të inetersit të obligacioneve të Qeverisë së Republikës së Kosovës si dëshmi të normave pa risk dhe se këto mund të ulen për shkak të niveleve të larta të likuiditetit në treg.

Propozimi fillestar dhe i rishikuar i ZRRE-së është paraqitur më poshtë, së bashku me propozimin e KEDS-it.

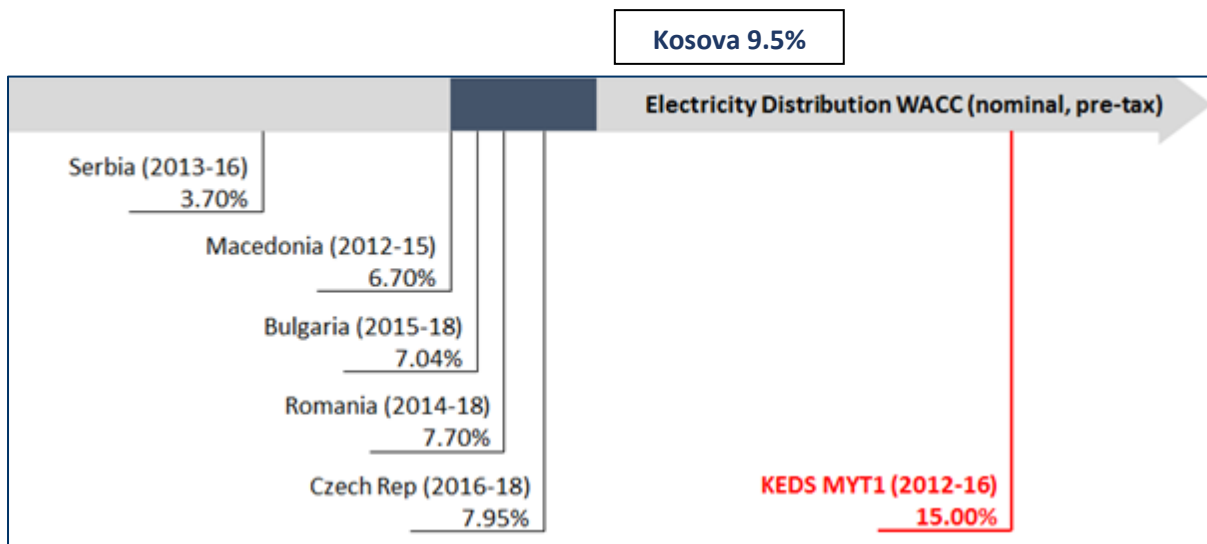
**Tabela 3: Llogaritja e propozuar e WACC për KEDS (OSSH)**

Komponenti	Propozimi fillestar i ZRRE-së	Propozimi i KEDS-it	Propozimi i Rishikuar i ZRRE-së
Norma pa risk	1.1% deri 3.0%	3.5%	3.0%
Premia e borxhit	2.8%	4.0%	3.5%
<b>Kosto e borxhit (reale)</b>	<b>3.9% deri 5.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.5%</b>
Premia e riskut të tregut	4.5%	12.4%	4.5%
Beta e ekuitetit	0.75	1.00	1.00
Norma e tatimit	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Kosto e ekuitetit (para-tatimore, reale)</b>	<b>5.0% deri 7.1%</b>	<b>17.7%</b>	<b>8.3%</b>
Leverazhi	40.0%	40.0%	40.0%
<b>WACC (pas tatimit, reale)</b>	<b>4.5% deri 6.6%</b>	<b>13.6%</b>	<b>7.6%</b>
Eurozone HICP	1.9%	1.9%	1.9%
<b>WACC (para-tatimore, nominale)</b>	<b>6.4% deri 8.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>9.5%</b>



Rezultati i propozimit për WACC është në përputhje me krahasuesit rajonal, siç tregohet më poshtë. Vlera e propozuar nga ZRRE-së tejkalon atë të vendeve tjera në rajon. Gjithashtu është e qartë se sa ndryshojnë vendimet e fundit rajonale si për vlerën e WACC të PRR1 dhe vlerat e propozuara të KEDS për PRR2 (të cilat në fakt tejkalojnë vlerat e PRR1).

**Figura 2: WACC e propozuar për PRR2 dhe krahasimi me vendet e rajonit**



Burimi: Faqet e internetit të rregullatorëve

### 3 WACC për KOSTT

#### 3.1 Përmbledhja e komenteve të KOSTT-it

Një përmbledhje e komenteve të KOSTT-it është dhënë më poshtë:

- Përdorimi i bonove të Qeverisë së Kosovës për të vlerësuar kufirin më të ulët të normës pa risk është i papërshtatshme. Afati i këtyre bonove është shumë i shkurtër (maksimum pesë vjet) për të reflektuar koston e financimit afatgjatë të aseteve infrastrukturore. Tregu sekondar i këtyre bonove gjithashtu është shumë jolikuid, që do të thotë se nuk ka dëshmi të besueshme për çmimet dhe të ardhurat aktuale (në krahasim me ato në kohën e lëshimit origjinal).
- Hungaria nuk është një krahasues i përshtatshëm për të vlerësuar kufirin më të lartë të normës pa risk. Rreziqet e saj si një vend anëtar i BE-së janë më të vogla se sa ato të Kosovës. Përveç kësaj, bonot e saj vlerësohen dhe monitorohen nga agjencitë ndërkombëtare të vlerësimit të kreditit duke ofruar një bazë më të mirë për investitorët që të vendosin çmim në to – gjë që nuk është rasti në Kosovë.
- KOSTT-i në vend të kësaj propozon që norma pa risk të vlerësohet duke përdorur normën afatgjatë të bonove të thesarit Amerikan dhe duke shtuar një premi të riskut të vendit në



përputhje me atë për një vend që është vlerësuar me B2 (nën shkallën e investimit) ashtu siç llogaritet dhe publikohen nga profesor Damodaran. Kjo llogaritje është treguar më poshtë dhe jep një vlerësim të normës reale pa risk prej 6.8%. Bazuar në këtë, KOSTT-i propozon që norma pa risk të mbahet në 6.5%, njëjtë si në PRR1.

- Norma afatgjatë e bonove të thesarit Amerikan = 2.45%
  - Shpërndarja e parazgjedhur për vlerësimin B2 = 6.36%
  - Norma nominale pa risk = 8.81%
  - Norma reale pa risk (duke aplikuar formulën Fisher<sup>12</sup>) = 6.78%
- KOSTT-i pretendon se MRP duhet të nxirret nga premia ndaj Bonove afatgjata të Thesarit Amerikan, që është në përputhje me qasjen e tyre të propozuar për përcaktimin e normës pa risk. Ata i referohen Manualit të Vlerësimit të publikuar nga Duff & Phelps i cili vlerëson MRP-në bazuar në një të ardhur mesatare dhjetëvjeçare deri në maturim (YTM) të bonove me maturim 20 vjeçar. Vlerësimi më i fundit i publikuar është 5.5%. KOSTT-i gjithashtu i është referuar vlerësimit të MRP të SHBA-ve të përdorur nga profesori Damodaran, që është konsistente me qasjen e tij për të vlerësuar normën e propozuar pa risk, e cila aktualisht është 5.7%<sup>13</sup>. KOSTT-i ka propozuar që të përdoret kjo vlerë si MRP, duke vënë në dukje se kjo është në përputhje me atë të Duff & Phelps.
  - KOSTT-i pajtohet se beta e ekuitetit më e ulët se një është e arsyeshme por propozon që kjo të merret nga vlerësimet e publikuara për shërbimet e sektorit të energjisë në Evropë nga profesori Damodaran<sup>14</sup>. Kjo mesatare është prej 0.82 dhe (unlevered) para obligimeve (beta e asetit) prej 0.62. Përshtatja e kësaj të fundit sipas pjesëmarrjes së kapitalit vetanak të propozuar nga ZRRE-ja prej 40%, dhe beta të ekuitetit e ngarkuar do të ishte 0.95<sup>15</sup>. Prandaj, KOSTT-i propozon që të përdoret një beta e ekuitetit në një shtrirje prej 0.82 deri 0.95.

### 3.2 Rishikimi i komponentëve të WACC

ZRRE-ja më herët ka theksuar se, për PRR1, kosto e ekuitetit për KOSTT-in si ndërmarrje shtetërore është përcaktuar pas udhëzimeve të Qeverisë për kthimet e saj të pritshme (ekuivalente me 2.3% reale, para-tatimore). ZRRE konsideron që udhëzimet e Qeverisë të vitit 2013, kishin të bëjnë vetëm me PRR1. Prandaj ZRRE-ja ka ofruar përgjigjet e mëposhtme në komentet e KOSTT-it rreth inputeve

---

<sup>12</sup> RFR reale =  $(1 + \text{RFR nominale}) / (1 + \text{inflacioni}) - 1$

<sup>13</sup> Damodaran, A. (2017). Useful Data Sets: *Costs of Capital by Industry Sector - Europe*. Stern Business School - NYU. Marrë me 14 korrik 2017, nga [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/implpr.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/implpr.html)

<sup>14</sup> Damodaran, A. (2017). Useful Data Sets: *Levered and Unlevered Betas by Industry - Europe*. Stern Business School NYU. Marrë me 14 korrik 2017, nga <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls> (Beta; Unlevered Beta)

<sup>15</sup> Beta para obligimeve (unlevered) paraqet beta mesataren e ponderuar për kompaninë në tërësi. Një supozim i zakonshëm është për një beta të borxhit zero e cila pastaj lejon një beta të ekuitetit që të llogaritet duke përshtatur pjesën e ekuitetit në financim (raporti i gearing).



në llogaritjen e kostos së ekuitetit (d.m.th. MRP e duhur dhe beta e ekuitetit e duhur) për të treguar përshtatjet që do të bëhen me ndryshimin e qasjes së ZRRE kundrejt WACC për KOSTT-in.

### **3.2.1 Norma pa risk**

Në përgjigjen e saj në komentet e KEDS-it (shih Seksionin 2.2.1), ZRRE-ja veç ka adresuar përshtatshmërinë e përdorimit të bonove të Qeverisë së Republikës së Kosovës dhe bonove të Qeverisë së Hungarisë për të përcaktuar normën pa risk. Këto përgjigje nuk janë përsëritur këtu.

Në përgjithësi, ZRRE konsideron se mbajtja e një norme pa risk të aplikuar për PRR1 do të ishte e papërshtatshme duke pasur parasysh faktin se:

- Normat pa risk në të gjitha vendet kanë rënë ndjeshëm gjatë periudhës së fundit deri në nivelet historikisht më të ulëta.
- Risku i veçantë që lidhet me Kosovën (evidentuar nga rënia e normave të bonove Qeveritare dhe nga normat e huadhënies) gjithashtu ka rënë gjatë kësaj periudhe.

### **3.2.2 Premia e riskut të tregut (MRP)**

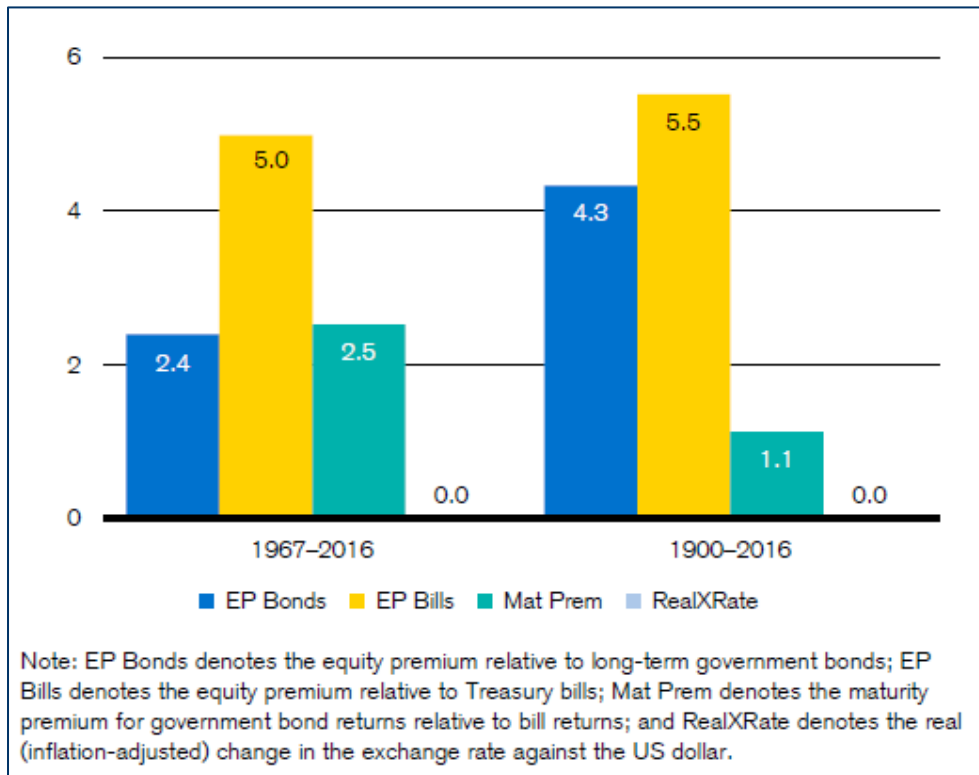
KOSTT-i nxjerr dy matje të MRP, që të dyja rrjedhin nga vlerësimet afatgjata të kthimeve në SHBA. ZRRE thekson se ekziston një debat dhe një pasiguri e konsiderueshme rreth matjeve të MRP, me rezultate që ndryshojnë mjaft shumë në varësi të periudhës së zgjedhur dhe metodologjisë së saktë të miratuar të llogaritjes. Edhe periudhat 10 deri 20 vjeçare mund të përjashtojnë ose të përfshijnë goditje të mëdha të cilat kanë efektin e depresionit në kthime afatgjate në ekuitet, dhe për këtë arsye, këto periudha mund të rrisin kthimin e pritshëm në ekuitet dhe në MRP. Për shembull, Libri Vjetor i Kthimit në Investime i Credit Suisse për 2017<sup>16</sup> vlerëson që premia e riskut për ekuitetet e SHBA-ve në lidhje me bonot e thesarit Amerikan ishte 4.3% gjatë periudhës 1900-2016 dhe prej vetëm 2.4% gjatë periudhës 1967-2016, siç tregohet më poshtë.

---

<sup>16</sup> Credit Suisse Research Institute February 2017. *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017: Summary Edition*. Në dispozicion në: <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=B8FDD84D-A4CD-D983-12840F52F61BA0B4>



**Figura 3: WACC e propozuar për PRR2 dhe krahasuesit rajonal**



Burimi: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 (faqe 46)

ZRRE-ja, jo domosdoshmërisht, konsideron se këto vlerësime alternative përfaqësojnë MRP 'korrekte' por i përdorë ato si dëshmi të pasigurisë rreth vlerësimit të MRP. Duke pasur parasysh gamën e gjerë të vlerësimeve në dispozicion, ZRRE-ja i ka dhënë rëndësi të madhe precedentëve në mesin e rregullatorëve të BE-së të cilët kanë burime më të mëdha dhe baza të provave për t'u përdorur për të përcaktuar një MRP të përshtatshme që do të përdoret për llogaritjet e WACC. Prandaj, ZRRE-ja propozon që të vazhdohet me zbatimin e MRP të saj të supozuar të nxjerrë nga këta precedentë prej 4.5%.

### 3.2.3 Beta e ekuitetit

KOSTT-i ka deklaruar se beta mesatare e ekuitetit për shërbimet energjetike në Evropë, siç raportohet në mbledhjen e të dhënave të profesor Damodaran është 0.82 dhe beta mesatare para obligimeve (unlevered) është 0.62. ZRRE nuk ka mundur t'i gjejë këto vlera në mbledhjen e të dhënave të referuara (të datës 5 janar 2017) të cilat tregojnë një mesatare të beta ekuitetit prej 1.08 dhe një mesatare të beta para obligimeve (unlevered) prej 0.60 (ose 0.63 pas korrjimit për para të gatshme) për shërbimet energjetike.



ZRRE-ja ka rishikuar mbledhjen e të dhënave të përdorura në llogaritjen e këtyre vlerësimeve<sup>17</sup>. Gjithsej janë të përfshira 73 kompani. Nga këto, 10 janë të vendosura në Poloni, nëntë në Itali, tetë në Mbretërinë e Bashkuar, shtatë në Turqi dhe nga gjashtë France dhe në Spanjë ndërsa pjesa tjetër shpërndahet në vendet tjera anëtare të BE-së dhe Ishulli i Man.

Nga një rishikim fillestar, kompanitë e përfshira duket se ndryshojnë mjaft shumë në pozicionimin në treg (maturitetin dhe rritjen) dhe natyrën e tyre të biznesit (rrjetin, gjenerimin, furnizim me pakicë ose të integruar). Disa nga kompanitë duket se janë të klasifikuara gabimisht. Për të ilustruar këto shqetësime, janë dhënë disa shembuj më poshtë:

- Nga tetë kompanitë e përfshira në Mbretërinë e Bashkuar, pesë duket se janë kompani të vogla gjenerimi dhe/ose furnizues me pakicë të listuara në Tregun e Investimeve Alternative. Tri tjera të mbetura, njëra është biznes i pastër gjenerimi (Drax Group), një është biznes i kombinuar gjenerim dhe furnizim me pakicë (SSE) dhe një është kompani zhvillimore e energjisë në Indi e cila është e listuar në Bursën e Londrës (KSK Power Ventur).
- Gjashtë kompanitë Franceze përfshijnë Electricité de France, por gjithashtu edhe Air Liquide e cila është e specializuar në gazrat industriale dhe Rubis, e cila është e përqendruar në transportin, ruajtjen dhe shitjen e naftës, GLN (gas) dhe kimikateve.
- Gjashtë kompanitë Spanjolle përfshijnë Enagas dhe Gas Natural Fenosa. Biznesi primar i të parës është operimi i rrjetit të Transmetimit të gazit dhe terminaleve të importit të LNG në Spanjë. E fundit është e përfshirë në shpërndarjen dhe shitjen e gazit si dhe në gjenerimin e energjisë elektrike.

Duke pasur parasysh këtë shumëllojshmëri dhe përfshirjen e atyre që duket të jenë një numër i madh i krahasuesve të papërshtatshëm, ZRRE-ja nuk është e bindur se vlerat e raportuara paraqesin një bazë të arsyeshme për vlerësimin e riskut relativ të KOSTT-it si një biznes i rregulluar i Transmetimit.

Meqenëse ne Kosovë nuk ekziston një treg i ekuitetit i cili mund të përdoret për të vlerësuar betën për të licencuarit e rregulluar, si dhe për të qene konsistent në vendimet rregullatore në raporte me të licencuarit ZRRE propozon që beta ekuitetit për KOSTT të jete 1.

### **3.2.4 Shënimi i ZRRE-së mbi koston e borxhit**

KOSTT-i nuk ka komentuar në mënyrë specifike për primin e supozuar të përdorur të riskut të borxhit, megjithëse në komentet e veta deklaroi se: “...KOSTT-i vlerëson se përshtatja e koston së lejuar të borxhit duke aplikuar normat aktuale të kreditit nuk është e përshtatshme për këtë periudhë dhe nuk përfaqëson koston reale të tregut të kredive në Kosovë dhe më gjerë”. Pavarësisht nga kjo, ZRRE-ja konsideron që duhet të përshtatet premia e supozuar e riskut të borxhit për KOSTT-in për të harmonizuar vlerat e rishikuara prej 3.5% të aplikuara në KEDS duke qene konsistent në raport me sektorin.

<sup>17</sup> Damodaran, A. (2017). Useful Data Sets: *Regional Breakdown*. Stern Business School NYU. Nxjerrë me 4 gusht 2017, nga <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls> (filtered to select ‘Power’ only)





### 3.3 Konkluzione

Propozimi i rishikuar i ZRRE-së për WACC që do të aplikohet për KOSTT-in gjatë PRR2 është i paraqitur më poshtë, së bashku me propozimin fillestar të ZRRE-së dhe WACC të rillojgjaritur pas propozimeve të KOSTT-it për ndryshime në vlerat për normën pa risk, MRP dhe beta të ekuitetit.

Siç u tha më lartë, ZRRE propozon që të ndryshoj qasjen në raport me PRR1, në lidhje me WACC për KOSTT ku WACC do të jetë i barabartë me atë të propozuar për KEDS prej 7.6 real, perkatesisjt 9.5%nominal.

**Tabela 4: Llogaritja e propozuar e WACC për KOSTT (OST dhe OT)**

Komponenti	Propozimi fillestar i ZRRE-së (ROE e definuar nga Qeveria)	Propozimi i KOSTT-it	Rezultatet ROE të definuar nga Qeveria	Propozimi i Rishikuar i ZRRE-së
Norma pa risk	1.1% deri 3.0%	6.5%	3.0%	3.0%
Premia e borxhit	2.8%	2.8%	3.5%	3.5%
<b>Kosto e borxhit (reale)</b>	<b>3.9% deri 5.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>
Premia e riskut të tregut	n/a	5.5%	n/a	4.5%
Beta e ekuitetit	n/a	0.82 deri 0.95	n/a	1.00
Norma e tatimit	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Kosto e ekuitetit (para-tatimore, reale)</b>	<b>2.3%</b>	<b>12.2% deri 13.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>8.3%</b>
Gearing	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>WACC (pas tatimit, reale)</b>	<b>2.9% deri 3.7%</b>	<b>11.0% deri 11.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>7.6%</b>
Eurozone HICP	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
<b>WACC (para-tatimore, nominale)</b>	<b>4.8% deri 5.6%</b>	<b>12.9% deri 13.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>9.5%</b>