

**Mesatarja e Ponderuar e Kostos së Kapitalit**  
**Dokument për shprehjen e qëndrimi**  
**Përgjegjëje nga KEK-u**

21 Gusht 2006

**Komente të Përgjithshme**

KEK-u ka lexuar dhe shqyrtuar në detaje dokumentin për shprehjen e qëndrimit dhe ka shprehur si komente specifike po ashtu edhe të përgjithshme.

Në përgjithësi KEK-ut dokumenti iu është dukur mirë i strukturuar dhe balancuar.  
Megjithatë:

1. Ekziston mungesë e krahasimeve dhe të dhënave relevante mbi të cilat do të bazohet një vendim i tillë i rëndësishëm. Në veçanti mungesa e çfarëdo shifre apo shembulli të cituar nga vendet tjera të Ballkanit apo regjionit Jug Lindor të Evropës është një dobësi e dukshme. Të dhëna, tabela dhe shembuj duke cituar shembuj mirë të veshur nga regjimet e zhvilluara rregullative në vendet e Australisë, të Britanisë së Madhe dhe atyre Skandinave vështirë se janë relevante për ekonominë post-konfliktuale, post komuniste e cila po rritet në kombin e Kosovës. Kjo e befason KEK-un pasi që KEK-u ka qenë i kujdesshëm duke ofruar të siguroj një shkallë të gjerë të të dhënave të gatshme vendore nga Kosova për Konsulentët.
2. Ekziston mungesë e dukshme e diskutimit në atë që është një përpjekje nga konsulentët që të mos i lejojnë KEK-ut rimarrjen e një shkalle të kthimit për asetet e para vitit 1999 si dhe për asetet e dhuruara nga donatorët. Një diskutim enigmatik dhe akademik mbi bazat ekzakte për llogaritjen e MPKK-së për një numër jashtëzakonisht të kufizuar, minimal të aseteve vështirë se është relevant për një ndërmarrje dhe industri në krizë. Shumë edhe më interesante për KEK-un, aksionarët, menaxhmentin, punëmarrësit e tij dhe industrinë në përgjithësi do të ishte shfaqja e logjikës, nëse ka ndonjë, prapa pozicionit i cili duket të jetë thënë tërthorazi në paragrafin e parë të letrës përcjellëse si dhe në vende tjera të ndryshme në dokumentin substancial. A është qëllimi i konsulentëve të rekomandojnë përjashtimin e çdo gjëje përveç "*aseteve të financuara në baza komerciale*" nga shkalla e bazës? Dhe nëse po në çfarë bazash?
3. Duket se dokumenti për shprehjen e qëndrimit nuk është formuluar për të adresuar ndarjen e KOSTT-it nga KEK-u. Duket se konsulenti ka shfrytëzuar një rrugë të shkurtë, duke i trajtuar të gjitha çështjet e KEK-ut dhe KOSTT-it si të përbashkëta thjesht se i kanë konvnuar. KEK-u refuzon këtë qasje dhe sugjeron që shqyrtimi individual i të dy kompanive është i nevojshëm. Derisa pajtohemi se ata operojnë në një mjedis të njëjtë KEK-u dhe KOSTT-i nuk ballafaqohen me rrezik të ngjashëm siç shpjegohet më poshtë. KEK-u nuk mund të pranoj që për arsye që ky studim duket të jetë specifikuar apo formuluar në formë jo korrekte, të trajtohet identikisht me KOSTT-in në këtë çështje jashtëzakonisht të rëndësishme dhe kërkon për një shqyrtim të veçanët të çështjeve.
4. Megjithëse se KEK-u do ta ndante ambicien e konsulentëve që ai duhet të luftoj ta arrij një shkallë 60% të ingranimit (financiar) kjo është plotësisht e paarrtshme në rrethanat aktuale të KEK-ut, të industrisë së energjisë elektrike në Ballkan dhe veçanërisht të gjendjes financiare të ekonomisë së gjerë Kosovare. Shanset për të shkuar nga ingranimi 0% në 60% për KEK-un janë joreale në ekstrem dhe ne do të guxonim të themi që ky supozim rrezikon ta bëjë jo-valid bazën për metodologjinë.

## Komente Specifike

KEK-u ka shume komente specifike dhe pyetje që dëshiron t'i ndajë me ZRrE-në. Është i kënaqur që pjesën më të madhe të këtyre komenteve t'i bëjë publike por kërkon që këto komente , duhet të bëhen publike në formë të plotë dhe të paditura.

## Komentet dhe Pyetjet për konsumin publik

### 1. Letra Përcjellëse:

Komente:

- KEK-u kërkon që baza e vet e asetëve të rregulluara duhet të përfshijë të gjitha asetet e dhuruara nga donatorët si dhe asetet e para vitit 1999. Nëse këto do të largohen nga baza e rregulluar e asetëve KEK-u dëshiron të ketë një diskutim të veçanta brenda industrisë, të kësaj pike jashtëzakonisht materiale.
- Ne do të dëshironim t'iu tërheqim vëmendjen për faktin se titulli i duhur për entitetin e inkorporuar është KEK SH.A. Ju lutem sigurohuni që e tërë korrespondenca në të ardhmen të përmbaj emrin korrekt.

### 2. Mospranimi:

Koment:

- Agjencia Evropiane për Rindërtim merr pjesë në këtë rishikim me rol të dyfishtë. Me atë të organizatës donatore për industrinë dhe si financuesi i vetë studimit. KEK SH.A. rekomandon që çdo koment i pranuar në ZRrE prej AER-i dhe i publikuar duhet të jetë specifik për natyrën e tij. Kjo do të thotë, a është si sponsor i studimit apo si organizatë donatore? Kjo do të ndihmonte në shmangien e ndonjë konflikti potencial të interesave.

### 3. Hyrje

Pyetje:

- Ne do të dëshironim ta kuptonim nëse kjo është konspekt apo dokument që shprehë qëndrimin? Ju lutem qartësojeni pasi që duket të ketë konfuzion në mes letrës përcjellëse dhe dokumentit.
- Paragrafi 2 i referohet “çështjeve metodologjike” të cilat janë injoruar apo thjeshtësuar. Ju lutem qartësojeni dhe na ndihmoni duke i renditur në një listë apo çështje të veçanta të cilat autori i ka zgjedhur t'i injoroj dhe ato të cilat thjeshtë janë thjeshtësuar.
- A është opinioni i autorit dhe/apo i ZRrE-së që “pasiguritë e mëdha” referuar në rendin 4/5 të paragrafit të 3 përkthehen në një rrezik më të lartë për një kompani siç është KEK SH.A. i cili operon në mjedisin Kosova? Ju lutem elaboroni.

Komente:

- Ne do të dëshironim të theksonim se sipas nesh është plotësisht jo korrektet të atribuohen të njëjtat supozime mbi MPKK-në si të KEK-u po ashtu edhe tek KOSTT. Ekziston nevoja për një studim të veçante për të dy entitetet.
- Ne pajtohemi me pohimin se “mbesin shumë pasiguri” dhe theksojmë që kjo në mënyrë të qartë afekton rrezikun i cili i atribuohet KEK-ut, investimeve të tij si dhe shkallën e nevojshme të kthimit të cilën këto investime duhet me të drejt ta tërheqin.

### 4. Supozimet

Pyetje:

- Pse është propozuar kjo metodologji kur aktualisht nuk është e zbatueshme për KEK-un dhe nuk mund të zbatohet në planin afat mesëm pasi që nuk ekziston asnjë mundësi e paraqitjes së financimit komercial deri së paku më 2008 (ju lutem

shiheni Planin për Rimëkëmbje Financiare të KEK-ut) dhe madje edhe atëherë në shumën të kufizuara?

Koment:

- Me respekt për komentën se KEK-u mund të ketë qasje në tregjet e huaja kapitale ne do të cekim se nuk ekziston asnjë plan për të vepruar në atë mënyrë dhe ka mundësi shumë të kufizuara duke pasur parasysh statusin e pa-definuar të Kosovës. Për më tepër ne kërkojmë që ERO në mënyrë specifike të kërkojë një përgjegjëje nga Ministria e Ekonomisë dhe Financave mbi ligjshmërinë, këshillueshmërinë dhe mundësinë për KEK-un të shfrytëzojë fonde të tilla.

### 3. Përlllogaritja e MPKK-së

Pyetje:

- Ju lutem a mund t'i definoni çka janë  $\Gamma_d$  apo  $\Gamma_e$ ? A kemi të drejtë të supozojmë se kjo është e njëjta  $\Gamma_d$  dhe  $\Gamma_e$  siq janë referuar dhe eventualisht janë definuar në faqe 3 dhe faqe 6?

Komente:

- Ne pajtohemi se nuk ekziston një numër i vetëm “i saktë” për komponente të ndryshme dhe se këto komponente janë thjeshtë vlerësime..

#### 3.1 Ingranimi

Pyetje:

- Si mundet që supozimi i renditur në paragrafin 1 (që efektivisht nuk është ingranim) të jetë i papërshtatshëm nëse ky është realiteti aktualisht?
- Si mundet që nga KEK SH.A. të pritët të ndjek një politikë të tillë financiare nëse ai është i paaftë të marrë hua financiare?

Komente:

- Ne konfirmojmë se ne mbështetemi në donatorë dhe në fondet e BKK mirëpo nuk pajtohemi me pohimin që KEK SH.A. nuk ka borxh të trashëguar për arsye se kjo mbetet e paqartë dhe ne presim që kjo të zgjidhet si një çështje gjatë bisedimeve për status.
- Ne pajtohemi se, siq është cekur në Planin për Rimëkëmbje Financiare të kompanisë, ne presim të mbështetemi financim nga donatorët dhe BKK për investime në planin afat mesëm. Në të vërtetë KEK SH.A. ka qenë pjesa kryesore e advokimit të një konference donatorësh për të ngritur fonde të tilla.
- Tabela 1 (*Evidenca mbi Ingranimin*). Do të çmohej nëse më shumë shembuj nga rajoni do të mund të bëheshin të disponueshëm si një masë e krahasimit më afër realitetit Kosovar. Është jo ndihmuese dhe qorientuese të citosh shembuj nga hemisfera jugore dhe asgjë nga Ballkani.
- Ju lute vëreni se nëse KEK SH.A. do të aplikonte për një kredi norma ka shumë pak gjasa të arrijë afër BBB. Prapë ky nuk është një krahasim i drejtë.
- Shanset e KEK-ut për të arritur një normë 60% të ingranimit janë të kufizuara duke pasur parasysh gjendjen e saj aktuale financiare si dhe normën ekzistuese të saj prej zero.

- KEK nuk parashikon ndërtimin e ndonjë kapaciteti të ri gjenerues në të ardhmen e afërt.
- KEK-u pajtohet se bizneset e gjenerimit dhe furnizimit janë më të rrezikshme. Faktorët siç janë moshja dhe gjendja e termocentraleve të veta si dhe përqindja e ulët e inkasimit në Furnizim i bëjnë këto biznese përfundimisht më të rrezikshme. Përveç kësaj mungesa e qasjes të cilën Divizioni i Furnizimit e has në enklavat kryesore në Veri të Mitrovicës (që përfaqëson më shumë se 10% të ngarkesës së konsumatorëve këtu në Kosovë) është një faktor shtesë i rrezikut. Për më shumë mungesa e kapacitetit gjenerues fizik rezervë nënkupton se në rast të një rënie të paplanifikuar Divizioni i Furnizimit menjëherë i ekspozohet nevojës për të importuar energji me çmime të ngritura.
- Ne do të dëshironim që ju ta vëreni se KEK edhe aktualisht nuk ka monopol efektiv në gjenerim, ku Lumbardhi dhe Iber Lepenci (të cilët ju i keni kopjuar në këtë dokument “për shprehje të qëndrimit”) aktualisht gjenerojnë në Kosovë.
- Për më tej KEK-u nuk ka një monopol efektiv në furnizim me një entitet ilegal (dmth. i ashtuquajturit ElektroKosmet) i cili aktualisht përpiqet të operoj, faturoj dhe inkasoj në rrjetin shpërndarës në pjesë të Kosovës.
- Ne pajtohemi se ka gjasa që kompani gjenerimi dhe furnizimi të reja do të ndërmerren nga investitor privat dhe do të jenë të parregulluar.

### **3.2. Kthimi mbi Borxhin**

#### **Norma pa-rrezik**

Pyetje:

- Ju lutem definojeni cila është norma e kreditit të qeverisë së Kosovës aktualisht?
- Ju lutem sqaroni çfarë supozimesh janë përdorë kur është përcaktuar se norma e kreditit midis B dhe BB do të ishte “e arsyeshme” të pritët për Kosovës?
- Ju lume definojeni çfarë supozimesh janë përdorur kur është definuar norma pa-rrezik prej 5.5% në Kosovë?

Komente:

- Ne pajtohemi ne deklaratën tuaj se “Edhe në qoftë se statusi final do të zgjidhet shumë shpejt Rreziku Politik dhe Ekonomik me gjasë do të mbetet i lartë”

#### **Premiumi i Rrezikut të Borxhit**

Koment:

- KEK-u do të ishte më i lehtësuar me një krahasim drejtpërdrejt nga rajoni veqanërisht në republikat e Ish Jugosllaviës. KEK-u po ashtu pajtohet me supozimin se premiumi i rrezikut të borxhit duhet të jetë në fundin më të lartë të asaj shkalle.

### **3.3 Kthimi mbi ekuitetin**

Pyetje:

- Ju lutemi a mund të na i renditeni cilat prej shumë fenomeneve të mundshme të tregut të botës reale të cilat CAPM, sipas mendimit tuaj, është e paaftë t'i shpjegoj në praktikë?

### **Premiumi i Rrezikut të Ekuitetit**

Pyetje:

- Ju lutem a mund të na ofroni informacione të mëtejme dhe burimet e debateve të ndryshme të cituara të cilat janë relevante për realitetin e Kosovës siq është premtuar në paragrafin e fundit të faqes 7?
- A ekziston ndonjë vendim rregullativ në rajon të cilin ne mund ta shohim sa i përket ERP-së së supozuar në vlerësimin e MPKK-së?

Komente:

- Duket të ketë bazë të vogël reale në përlllogaritjen e ERP si pasojë e mungesës së funksionimit të tregut të aksioneve në Kosovë.

### **Beta**

Komente:

- Tabela 4 (Vendimet e Rregullatorëve Ndërkombëtar mbi betat e ekuiteteve) ofron ndihmë të kufizuar si pasojë e mungesës krahasimeve rajonale relevante.
- Prapë, do të donim ta evidencojmë që KEK-u nuk ka monopol në treg por ekzistojnë së paku 2 kompani gjeneruese në treg.
- Një beta ekuitet i përbashkët për KEK-un dhe KOSTT-in nuk duhet të supozohet.
- Vetëm 8% e kërkesës sonë është e lidhur me industrinë. Kjo paraqet një gjendje artificiale në Kosovë ku kërkesa industriale është e ndrydhur por edhe kështu ne nuk pranojmë se inkasomi është potencialisht më i paqëndrueshëm se sa rritja e GDP-së; ne besojmë se ekziston një lidhje e fortë në mes këtyre siq është demonstruar në mbarë botën.
- Ne besojmë se një studim më i plotë i procesit ekzistues të privatizimit duhet të kryet në mënyrë që të ketë një projektim më real të ndikimit të të paqëndrueshmërisë së kërkesës së energjisë elektrike në GDP.

### **3.5 Rregullimi 'Kompani e vogël'**

Koment:

- Vlera aktuale e mjeteve themelore të KEK-ut është €328M.

## **5. Krahasimi me vlerësime tjera**

Pyetje:

- Duket se ekziston një kontradiktë e qenësishme me përlllogaritjen tuaj të 10.8% MPKK. Ju lutem qartësojeni? A po sugjeroni që KEK-u operon në një mjedis më pak të rrezikshëm se sa Bankat në Kosovë?

Komente:

- Ne pajtohemi me komentin se vlerësimi duket të jetë konservativ krahasuar me kthimin mbi ekuitet të fituar nga bankat.

## **6. Roli i qeverisë**

Komente:

- Është mendim i KEK-ut se Ministria e Ekonomisë dhe Financave do të ketë të drejtë për një normë kthimi mbi asetet kur KEK-u të rimëkëmbet financiarisht dhe sigurisht asnjë politikë nuk është propozuar nga ata deri më tani në lidhje me këtë do të sugjeronin se ata do të heqin dorë nga një pjesë e fitimit të kompanisë. Në të vërtetë ne do të sugjeronim që kjo ka shumë pak gjasa edhe në një situatë kur ndërhyrjet ka marrëdhëniet më të mirë me qeverinë.

## 7. Përfundimet

a) *Një MPKK i përbashkët duhet të aplikohet si për KEK-un po ashtu edhe për KOSTT-in, pasi që ato operojnë në një mjedis të njëjtë dhe ballafaqohen me rreziqe të njëjta.*

Komente:

- Po, ne operojmë në Kosovë.
- Jo, ne nuk ballafaqohemi me rreziqe të njëjta, ne kemi rreziqe më të larta sesa KOSTT-i.

b) *Kostoja reale (dmth. duke ndaluar inflacionin) e borxhit për KEK-un dhe KOSTT-in është 7.9 – 8.4%.*

Pyetje:

- A është 7.9% apo 8.4%? Pasiguria e qartë në përlllogaritjet e autorit pasqyron realitetin e një mjedisi me rrezik të lartë ku shumica e supozimeve mund të bëhen shumë shpejt jo valide. Për më tepër ne do të sugjeronim që edhe nëse KEK-u mund të siguroj financimin e borxhit, kostoja me siguri do të jetë më e madhe për shkak të rrezikut të ndërlidhur me huamarrësin.

c) *Kostoja reale e ekuitetit komercial për KEK-un dhe KOSTT-in është 13.5 – 16.0% para tatimit.*

Komente:

- Prapë, rangu është i gjerë, dhe kredibiliteti i supozimit mbi të cilat janë bazuar përlllogaritjet janë të diskutueshme.

d) *Një ingranim (borxh i normës së kapitalit) prej 60% është i përshtatshëm për strukturën e ardhshme financiare të KEK-ut dhe KOSTT-it.*

Komente:

- Kjo është në mënyrë të qartë e pa arritshme në rrethanat aktuale dhe nuk duhet të vendoset si cak për KEK-un.

e) *Vlerësimi për MPKK-në reale bruto për KEK-un dhe KOSTT-in është diku prej 10.1 – 11.4% me një mesatar prej 10.8%.*

Komente:

- KEK-u sugjeron që puna e mëtejme, veçanërisht krahasimet bazuar në rajon, duhet të ndërmerren para se një konkludim dhe shifra të caktuara të mund t'i rekomandohen ZRrE.