



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

PËRCAKTIMI I VLERAVE INDIKATIVE TË MPKK

Prishtinë, dhjetor 2011

1 Hyrje

Rregullat e Çmimeve që vlejné për OST-në, OSSH-në, FPEE-në dhe Gjenerimin specifikojnë mënyrën në të cilën do të llogariten të Hyrat Maksimale të Lejuara (MAR) ënë mënyrë që t'i mundësohet secilës kompani që të mbulojë kostot e arsyeshme të ofrimit të shërbimeve të rregulluara, në masën që këto kosto të jenë të justifikuara dhe të caktuara me kujdes. Të Hyrat Maksimale të Lejuara përfshijnë edhe komponentën për kthimin e lejuar në kapital.

Kthimi i lejuar në kapital llogaritet si funksion i Bazës së Aseteve të Rregulluara (RAB) dhe Mesatares së Ponderuar të Kostos së Kapitalit (MPKK).

Ky dokument ka për qëllim të japë vlerat indikative për përcaktimin e MPKK për pjesëmarrësit e tregut të energjisë elektrike. Përshkrime të hollësishme në lidhje me llogaritjen e Mesatares së Ponderuar të Kostos së Kapitalit (MPKK) jepen në Shtojcat e Rregullave të Çmimeve të cilat ZRRE-ja do t'i përdorë për të përcaktuar vlerat e përshtatshme të MPKK për qëllime rregullative.

2 Metodologjia

Që nga viti 2006, ZRRE-ja ka përdorur një Mesatare të Ponderuar të Kostos së Kapitalit (MPKK) të zhvilluar në një Raport¹, të cilit ky dokument i referohet si "Dokumenti i 2006-ës". Qëllimi i këtij dokumenti është të azhurnojë dokumentin e 2006-ës. Në rastet ku bëhen ndryshime, ato bëhen për të reflektuar gjendjen e tanishme në Kosovë, duke përfshirë edhe hyrjen e mundshme të pjesëmarrësve të sektorit privat (të licencuarve) në tregun e energjisë elektrike.

Qasja që propozon ZRRE-ja tani është që të llogaritet MPKK real para-tatimor sipas formulave në vijim:

$$WACC = (1 - g) * (r_e) / (1 - t) + g * (r_d)$$

Ku:

WACC	paraqet mesataren e kostos së ponderuar të kapitalit
g	gearing (borxh:raporti borxh+ekuitet)
r _e	kostoja reale e ekuitetit (shprehur si %)
r _d	kostoja reale e borxhit (shprehur si %)
t	norma tatimore e të hyrave të korporatës në Kosovë

¹ Mesatarja e ponderuar e kostos së kapitalit, Raport pozicioni, 28 korrik 2006, ZRRE

Gearingu (g) është vlera e propozuar nga i licencuari. Kostoja e kapitalit (r_e) është vlera e propozuar nga i licencuari, e llogaritur duke përdorur Modelin e vënies së çmimit të asetëve kapitale (CAPM). Kostoja e borxhit (r_d) është norma mesatare e interesit të kredive afatgjata ekzistuese duke marrë parasysh financimin koncesionar nëse është i aplikueshëm. Secila prej këtyre komponentëve trajtohet në mënyrë të detajuar më poshtë.

Një ndryshim i rëndësishëm i bërë në dokumentin e metodologjisë së vitit 2006 është se kostoja e borxhit bazohet tani në koston e realizuar të borxhit dhe paraqet interesin mesatar të ponderuar të kredive ekzistuese afatgjata, shprehur në terma realë.

Bazuar në dokumentin e metodologjisë së vitit 2006, MPKK-ja reale para-taksave e përcaktuar nga ZRRE-ja për periudhën 2007 dhe MPKK-ja nominale për vitet 2008-2011 paraqiten më poshtë. Në vitin 2008 shkalla e MPKK2 ishte përshtatur nga poshtë-lart për të marrë në konsideratë inflacionin e mëhershëm.

Tabela 1: MPKK për vitet 2007-2011

Viti	2007	2008	2009	2010	2011
MPKK %	10.8	13.8	13.8	13.1	13.1
	MPKK real	MPKK nominal			

ZRRE thekson se, sipas Rregullave të azhuruara të Çmimeve, MPKK-ja e vlerësuar duhet të jetë e shprehur në terma reale – para taksave. Ndërkohë që më parë norma nominale është përdorur me vlerë të paindeksuar të asetëve për të llogaritur kthimin e lejuar në asete, metodologjia e azhurnuar përdor normën reale me bazë të indeksuar të asetëve. Lexuesi mund t'i referohet raportit konsultativ për bazën e rregulluar të asetëve (RAB) për detaje shtesë.

3 Gearingu

Rregullat e çmimeve specifikojnë se vlera e gearingut do të propozohet nga i licencuari ndërsa vlera përfundimtare duhet të përcaktohet nga Rregullatori. Bazuar në dokumentin e 2006-ës, vlerat do të pritej të jenë rreth 60%. Ndërkohë që tani për tani nuk bëhet fjalë për këtë vlerë për të licencuarit, dhe ajo nuk mund të jetë e arritshme për investitorët privatë në fazën fillestare, kjo vlerë ruhet si udhëzim në lidhje me atë se si ZRRE-ja pret që tregu të zhvillohet dhe paraqet një vlerë që është konsistente me kompanitë komercialisht të qëndrueshme, efikase elektrike rajonale dhe ndërkombëtare me strukturë optimale të kapitalit.

Vlera që përcaktohet nga ZRRE-ja do të bazohet në një shqyrtim të balancuar të përbërjes fillestare apo aktuale të financimit të të licencuarit dhe përbërjes së financimit që mund të pritet të jetë i

² ZRRE-ja ka rillogaritur në vitin 2010 mesataren e kostës së lejuar të ponderuar të kapitalit (WACC) për të marrë parasysh uljen e tatimit mbi të ardhurat e korporatave në Kosovë nga 20% në 10%.

arritshëm në të ardhmen duke marrë parasysh përbërjen e financimit të kompanive të ngjashme ndërkombëtarisht.

4 Kostoja e borxhit

Sipas qasjes në metodën e re, kostoja e borxhit bazohet në koston e realizuar të borxhit dhe paraqet normën mesatare të ponderuar të interesit të kredive ekzistuese afatgjata, shprehur në terma realë.

Për të licencuarit aktualë kjo qasje e re është valide dhe është mënyra më e saktë e përcaktimit të koston së realizuar të borxhit në Kosovë, duke marrë parasysh se kreditë përfshijnë financimin koncesionar. Për investitorët potencialë, kjo qasje heq një pjesë të pasigurisë që ndërlidhet me dallimet midis normave të borxhit në treg dhe të koston së vlerësuar të borxhit, si llogaritet në dokumentin e vitit 2006.

Në mënyrë që të sigurojë udhëzime për investitorët potencial në lidhje me vlerat e pritshme në të ardhmen të MPKK, i cili përfshin koston e borxhit, ZRRE-ja do të vazhdojë të mbajë dokumentin e metodologjisë së vitit 2006 për vlerësimin e vlerave të ardhshme. Kjo përmblihet më poshtë.

$$r_d = r_f + \text{DRP}$$

ku:

r_d	kostoja reale e borxhit
r_f	norma pa rrezik
DRP	premia e rrezikut të borxhit për huamarrësin

Në dokumentin e 2006-ës është vlerësuar norma pa rrezik prej 5.5% për Kosovën bazuar në një grup shtetesh. Norma pa rrezik për Kosovën përbëhet nga dy elemente, norma pa rrezik në tregjet e zhvilluara plus premiumi i riskut të shtetit. ZRRE-ja e mban këtë qasje bazuar në të dhënat e ngjashme të azhurnuara.

Komponenti i dytë është premiumi i riskut të borxhit (DRP) dhe vlerësohet të jetë 2-2.5% në dokumentin e 2006-s. Përveç komponentëve të mësipërm, dokumenti i 2006-s e shton një premium të mëtejshëm në koston e borxhit prej 0.4% për të pasqyruar faktin se kompani më të vogla nuk janë në gjendje të marrin kredi me normat e interesit në dispozicion për korporatat e mëdha. Ky premium tani është azhurnuar në 0.5%.

Kushtet në tregjet ndërkombëtare financiare, pritet të jenë të vështira në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme kështu që vështirë do të jetë të bëhen vlerësime të sakta të koston së borxhit.

5 Kostoja e ekuitetit

Dokumenti i 2006-s përdorë modelin e thjeshtësuar të vënies së çmimit të aseteve kapitale (CAPM) për përcaktimin e kostos së ekuitetit dhe kjo metodologji vazhdon të mbahet.

$$r_e = R_f + \beta^*(ERP)$$

ku:

$$ERP = (r_m - r_f)$$

r_e kthimi real në ekuitet

r_f norma reale pa risk, si për borxhin më lart – 5.5%

r_m premiumi i riskut të ekuitetit të tregut (investimi në treg si tërësi)

ERP premiumi i riskut të ekuitetit

β Beta është koeficienti që paraqet riskun e stokut individual në raport me riskun e tregut

Kthimi në kapital R_e është një vlerë e propozuar nga i licencuari dhe e përcaktuar nga ZRRE-ja dhe llogaritet duke përdorur CAPM si tregohet më sipër.

R_f është norma pa risk për Kosovën si tregohet më sipër - 5.5%.

ERP është premiumi shtesë i kërkuar nga investitorët mbi normën pa risk. Vlerësimi në dokumentin e vitit 2006 për ERP-në është 5-6%, sa ka qenë, ZRRE-ja rritë këtë shifër në 6.5 %. Kjo shifër e vlerësuar është reale për Kosovën.

Beta (β) është kovarianca e kthimit në treg si tërësi dhe e kthimit në asetin e ekuitetit individual. Për kompanitë e energjisë normalisht është më pak (më e vogël) se uniteti. Ajo vlerësohet të jetë në mes të 0.8 dhe 1.0 në dokumentin e vitit 2006 dhe kjo gamë është vlerësuar 1 %.

6 Kthimi në ekuitet për kompanitë publike

Parametrat e supozuar në llogaritjen e kthimit të kërkuar në ekuitet, të paraqitur më lartë, paraqesin kthimin e kërkuar nga investitorët komercial (OSSH). Ndërsa për të licencuarit tjerë (kompanitë publike) ZRRE do të marrë në konsiderat praktikatat e njohura të krahasimeve me ndërmarrje dhe kosto të financimit të kapitalit të ngjashme në Kosovë dhe shtete të tjera në Evropë.

Qeveria e Kosovës, si pronare e vetme e kompanive publike të rregulluara, mund të deklarojë se kthimi i kërkuar nga Qeveria për kompanitë publike është i ndryshëm nga ai që është vlerësuar nga ZRRE për kompanitë komerciale. Në këtë rast, ZRRE do të amandamentojë MPKK-në për të reflektuar kthimin në ekuitet të kërkuar nga Qeveria.

7 Llogaritja e vlerës indikative të MPKK-së

Pas komenteve të pranuar, ZRRE ka përcaktuar vlerat indikative të MPKK-së për të licencuarit në sektorin e energjisë elektrike në Kosovë . ZRRE po ashtu i ka shqyrtuar parametrat e aplikuar nga një numër i Rregullatorëve të tjerë rajonal (shih shtojcën) dhe ka ardhur në përfundim se ato nuk ndryshojnë dukshëm nga këto të propozuara nga ZRRE.

Duke marrë parasysh gearingun prej 50%, dhe caktimin e Beta-s në 1, MPKK rezulton në 14.5 në vlerë nominale.

Gearingu 50 % përfaqëson pikëpamjen e ZRRE-së në lidhje me strukturën e kapitalit afatgjatë që është në përputhje me funksionimin e një operatori efikas të sistemit të energjisë dhe është i krahasueshëm me nivelet ndërkombëtare.

ZRRE ka paraqitur llogaritjen e vet të MPKK-së të dhënë më poshtë.

Tabela 2: Llogaritja treguese e MPKK

Komponenti	Vlera	Shënime
Shkalla pa-rrezik		
Nominale	10.0%	A
IKÇ në SHBA (tetor 2011)	3.5%	B
Reale	6.5%	c=a-b
Për llogaritje	6.5%	D
Raporti kapital/huamarrje	0.50	E
Kostoja e borxhit		
Premia e rrezikut të borxhit	2.3%	F
Premia e kompanive të vogla	0.5%	G
Kostoja e borxhit	9.3%	h=d+f+g
Kostoja e ekuitetit		
Premia e rrezikut të ekuitetit	5.8. %	I
Ekuiteti beta	1	J
Kostoja e ekuitetit pas taksës	12.3%	k=d+i*j
Shkalla e taksës së korporatës	10%	L
Kostoja e ekuitetit para taksës	13.7%	m=k/(1-l)
MPKK		
MPKK reale para taksës	11.5%	n=e*h+(1-e)*m
Eurozona HCIP (shtator 2011)	3%	O
MPKK nominale para taksës	14.5%	p=n+0

Shtojca: Parametrat Rajonalë të MPKK

Tabela e paraqitur më poshtë i përmend parametrat e përdorur në vendimet e kohëve të fundit të MPKK për shpërndarjen e energjisë elektrike nga një numër i rregullatorëve rajonal si dhe vlerat treguese të përdorur nga ZRRE në këtë dokument.

Vlerat e propozuara nga ZRRE janë të përafërta, apo më të larta se ato që përdoren nga Rregullatorët e tjerë në rajon.

Tabela 3: Vlerat indikative krahasuese të MPKK

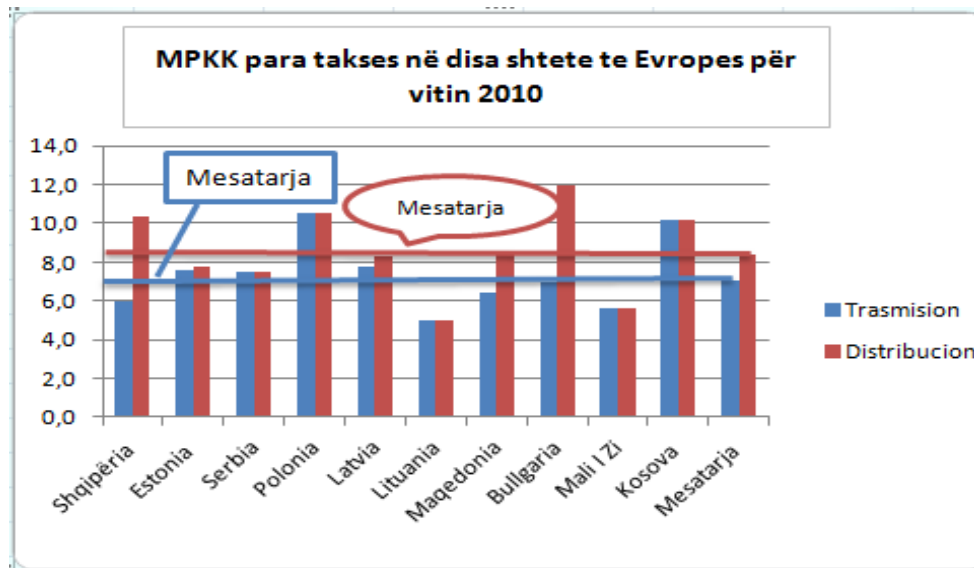
Komponenti	Kosova (tregues)	Shqipëria (2010)	Maqedonia (2009-11)	Moldavia (2010)	Serbia (2010)
Shkalla pa-rrezik					
Nominale	10.0%	7.43%	7.89% ^a	10.28% ^a	--
Reale	6.5	--	--	--	4.0%
Baza për llogaritje	<i>Shih tekstin kryesor</i>	Rendimenti 1-vit i bondit të qeverisë	Rendimenti i bondit të qeverisë	n/k	Rendimenti i bondit të qeverisë – inflacioni
Raporti kapital/huamarrje	50%	60%	50.6%	35%	60%
Kostoja e borxhit					
Premia e rrezikut të borxhit ^b	2.3%	0%	-0.21% ^a	-1.15% ^a	1.1%
Kostoja e ekuitetit					
Premia e rrezikut të ekuitetit	5.8%	5.60%	0.36% ^c	5.26%	8.51%
Ekuiteti beta	1	1.32	1.00	0.977	0.705
Baza për llogaritje	CAPM	CAPM	CAPM	n/k	CAPM

Burimi: Prezantimi në takimit e komitetit ERRA, Tarifat/Caktimi i çmimeve, 14-15 tetor 2010, Stamboll.

- a Shënimet e siguruara nga Maqedonia dhe Moldavia janë të paqëndrueshme, pasi që përfshijnë një premi negative të rrezikut të borxhit. Prandaj, vlerat e siguruara për shkallen zero të rrezikut duhen trajtuar me kujdes.
- b E llogaritur si kosto e borxhit minus shkallapa-rrezik. Për Kosovë, kjo përfshin preminë e kompanive te vogla.
- c Arsyeja për këtë vlerë ekstremisht të ultë në nuk është e qartë.

MPKK e disa vendeve Europiane

Në grafikonin e mëposhtëm është paraqitur MPKK (para taksës) për operatorët e Sistemit të Transmisionit dhe të Shpërndarjes në disa vende anëtare të ERRA-s. Kosova në raport me këto vende ka MPKK më të lartë me përjashtim të Bullgarisë dhe të Polonisë (për OSSH).



Burimi: Prezantimi në takimin e komitetit për tarifa dhe çmime ERRA, Tarifat/Caktimi i çmimeve, 14-15 tetor 2010, Stamboll.