



### **Notă de prezentare**

#### **privind stabilirea ratei reglementate a rentabilității ce urmează a fi utilizată la stabilirea tarifelor reglementate în sectorul energiei electrice și gazelor naturale**

În conformitate cu prevederile introduse în Legea energiei electrice și a gazelor naturale nr.123/2012, cu modificările și completările ulterioare, de către OUG nr. 19 din 29 martie 2019, respectiv prevederile art. 79 alin. (8) și ale art. 178 alin. (6), pentru calculul tarifelor de transport și distribuție a energiei electrice și gazelor naturale, în perioada de reglementare 2019-2023, rata de rentabilitate a capitalului investit, reprezentând costul mediu al capitalului investit, exprimat în termeni reali, înainte de impozitare, a fost stabilită la valoarea de 6,9%.

Aceste prevederi urmează să își înceteze aplicabilitatea conform art. XIII punctele 5 și 9 din Odonanța de Urgență a Guvernului nr. 1/2020.

Având în vedere acest fapt, în baza art. XIII pct. 5 și art. XIV pct. 3 și pct. 4 din OUG nr. 1/2020, operatorii de distribuție din sectorul energiei și gazelor naturale au solicitat ANRE recalcularea RRR ținând seama de evoluția indicatorilor care intră în calculul acesteia. Totodată, operatorii de distribuție au prezentat, prin intermediul ACUE, un studiu realizat de KPMG Advisory SRL cu privire la indicatorii și valoarea RRR actualizată la momentul 14.03.2020.

Ținând seama de cele menționate anterior, ANRE a demarat procesul de stabilire a RRR încă din luna ianuarie, prin inițierea unei proceduri concurențiale de selectare a unui consultant independent, care să realizeze un studiu privind stabilirea nivelului parametrilor utilizați în formula de calcul a acestuia. Deși a derulat două sesiuni de licitație publică în conformitate cu procedurile legale de achiziție publică, nu s-a putut selecta un consultant.

De asemenea, pentru a stabili valorile elementelor care intră în calculul RRR, ANRE a transmis scrisori către Banca Națională a României, Autoritatea de Supraveghere Financiară, Academia Română - Institutul de Economie Mondială și Comisia Națională de Prognoză, prin care a solicitat transmiterea nivelului unor elemente macroeconomice relevante pentru stabilirea RRR. Din păcate, ANRE nu a primit datele solicitate, cu excepția ratei estimate a inflației din partea Comisiei Naționale de Prognoză.

Prin urmare, ANRE a procedat la reanalizarea elementelor din structura RRR, iar în urma acestui demers se propune recalcularea ratei de rentabilitate a capitalului investit utilizată la stabilirea tarifelor pentru activitățile de transport și distribuție a energiei electrice și gazelor naturale pe baza unor valori actualizate ale indicatorilor respectivi.

Valoarea **ratei reglementate a rentabilității (RRR)** propuse spre aprobare prin prezentul proiect de ordin a fost stabilită pe baza prevederilor metodologiilor de calcul al tarifelor reglementate pentru serviciile de distribuție și transport al energiei electrice și gazelor naturale.

La stabilirea valorii RRR s-a avut în vedere atingerea unui optim pentru menținerea interesului realizării investițiilor necesare asigurării calității serviciului în domeniul energiei și gazelor naturale, conform prevederilor din Legea energiei electrice și a gazelor naturale nr. 123/2012, cu modificările și completările ulterioare.

Formula de calcul a RRR este prevăzută în cuprinsul fiecărei metodologii de calcul al tarifelor reglementate:

$$RRR = CCP \times K_p / (1 - T) + CCI \times K_i ,$$

unde:

**CCP**- costul capitalului propriu în termeni reali, calculat după impozitare, recunoscut de autoritatea competentă (%);

**CCI** - costul capitalului împrumutat în termeni reali, calculat înainte de impozitare, recunoscut de autoritatea competentă (%);

**K<sub>p</sub>** - ponderea capitalului propriu în total capital, stabilit de autoritatea competentă;

**K<sub>i</sub>** - ponderea capitalului împrumutat în total capital, stabilit de autoritatea competentă;

**T** – rata impozitului pe profit;

Conform prevederilor metodologice, **costul capitalului propriu (CCP)** se determină cu formula:

$$CCP = R_{fr} + (R_m - R_{fr}) * \beta,$$

unde:

**R<sub>fr</sub>** - rata rentabilității investițiilor fără risc (dobânda aferentă titlurilor de stat cu o scadență de cel puțin 10 ani);

**R<sub>m</sub>** - rata rentabilității pe piața acțiunilor (venit așteptat din portofoliul de piață);

**β** - coeficientul care exprimă corelația între venitul rezultat din portofoliul de piață și venitul individual al societății, reprezentând o comparație a riscului de piață;

**[R<sub>m</sub> - R<sub>fr</sub>]** - prima riscului de piață;

**[R<sub>m</sub> - R<sub>fr</sub>] \* β** - exprimarea primei de risc în valoare procentuală.

**Costul capitalului împrumutat (CCI)** este stabilit cu luarea în considerare a ratei rentabilității investițiilor fără risc (Rfr) și a primei de risc (Rsk), reprezentând randamentul adițional care remunerează riscul suplimentar asumat de creditorii.

$$CCI = Rfr + Rsk$$

La analiza elementelor din structura ratei reglementate a rentabilității, ANRE a consultat următoarele surse de informații:

- Raportul CEER asupra condițiilor de investiții în țările europene, Ref: C19-IRB-48-03 din 28.01.2020 din care rezultă valorile primelor de risc ale pieței utilizate de reglementatorii europeni, la finele anului 2019;
- Informațiile publicate de profesorul Aswath Damodaran de la New York Stern University, actualizate la 20.01.2020;
- Recomandările Duff&Phelps, publicate în data de 25.02.2020;
- Ghidul de bune practici privind calcularea costului capitalului și al WACC, emis de către firma Ernst&Young Elveția, în februarie 2020;
- Raportul de consultanță întocmit de KPMG Advisory SRL, privind estimarea CMPC pentru sectorul de distribuție a energiei electrice și al gazelor naturale în context de reglementare, transmis de ACUE prin adresa nr.816/30.03.2020 și înregistrată la ANRE cu nr. 30319/06.04.2020;
- Raportul IESE Business School, Market Risk Premium and Risk Free Rate utilizat pentru 81 de țări în 2020, efectuat de profesorul Pablo Fernandez;
- Raportul de expertiză tehnică de specialitate întocmit de Deloitte Consultanță SRL.

Valorile parametrilor utilizați la determinarea valorii RRR propuse spre aprobare prin prezentul proiect de ordin sunt următoarele:

- **Rfr 2,30 %** - rata reală a rentabilității investițiilor fără risc stabilită ca diferență între valoarea medie a dobânzilor obligațiunilor de stat românești și rata medie a inflației anuale, determinată pe baza indicilor prețurilor de consum prognozați pentru anii 2020-2023.

În vederea estimării dobânzii titlurilor de stat, s-a luat în considerare randamentul obținut la achiziția obligațiunilor ISIN RO4KELYFLVK4, cotate pe piața reglementată în data de 13 aprilie 2020, de 5,22%.

În analiză au fost selecționate obligațiunile aflate în circulație la data întocmirii prezentei note de fundamentare, cu o scadență mai mare de 15 ani, în concordanță cu prevederile metodologice și

cu recomandarea operatorilor, pentru a corela maturitatea emisiunilor existente cu durata de viață utilă a activelor deținute de operatorii de rețea.

În conformitate cu prevederile art. 9 alin. (1<sup>^</sup>) din OUG 33/2007, așa cum a fost modificată prin OUG 1/2020, rata medie anuală a inflației de **2,85%** a fost stabilită pe baza indicilor prețurilor de consum comunicații de Comisia Națională de Strategie și Prognoză prin adresa nr. 630/25.03.2020 înregistrată la ANRE cu nr. 26741/25.03.2020, care corespunde IPC prognozați pentru perioada 2020 – 2023 conform Proiecției principalilor indicatori macroeconomici 2018-2023 din Prognoza de iarnă a Comisiei Naționale de Prognoză publicată în 18 februarie 2020, respectiv:

IPC	2020	2021	2022	2023	Media
	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,85%

- **MRP 6,17 %** - estimarea s-a efectuat prin analizarea celor mai recente informații din studiile publicate pentru piețele dezvoltate și emergente.

Deoarece în practică nu există o metodă de calcul al MRP unanim acceptată și având în vedere că România are o piață a tranzacțiilor cu o istorie scurtă, pentru validarea valorii primei de risc de piață, ANRE a consultat următoarele surse de informații publice:

- Raportul CEER asupra condițiilor de investiții în țările europene, Ref: C19-IRB-48-03 din 28.01.2020 din care rezultă că valorile primelor de risc ale pieței utilizate de reglementatorii europeni, la finele anului 2019 se situau în intervalul minim de 3,5% - maxim de 7,66%, cu o medie de 4,92% pentru toate activitățile din sector.
- Informațiile publicate de profesorul Aswath Damodaran de la New York Stern University, actualizate la 20.01.2020, în care estimarea primei de risc pentru o piață dezvoltată este de **5.20%**;
- Recomandările Duff&Phelps, publicate în data de 25.02.2020, care sunt de creștere a primei de risc pentru acțiuni de la 5,0% la **6,0%**, pe baza condițiilor actuale ale pieței SUA (piață dezvoltată de referință în studiile efectuate pentru acest indicator);
- Ghidul de bune practici privind calcularea costului capitalului și al WACC, emis de către compania Ernst&Young Elveția, în februarie 2020, în care prima de risc de piață recomandată a fi utilizată este de **6,5%**;
- Raportul de consultanță privind estimarea CMPC pentru sectorul de distribuție a energiei electrice și al gazelor naturale în context de reglementare, transmis de ACUE prin adresa

nr.816/30.04.2020 și înregistrată la ANRE cu nr. 30319/06.04.2020, în care se menționează că nivelul minim al primei de risc de piață ce ar putea fi utilizat pentru piața românească este de **6,5%**.

- Raportul IESE Business School, Market Risk Premium and Risk free rate utilizat pentru 81 de țări în 2020, efectuat de profesorul Pablo Fernandez în care, folosind informațiile privind țările europene plus Turcia, s-a obținut o valoare medie al primei de risc de piață de **6,9%**.
- Pentru România, în acest studiu de tip sondaj, prima de risc de piață comunicată de grupul de experți participanți s-a încadrat în intervalul minim 5,3% - maxim 9,4% și o valoare medie de **7,2%**.

Media rezultată a valorilor de mai sus este de **6,17%**.

- **Rm 8,47 %** - rata rentabilității pe piață a acțiunilor (venit așteptat din portofoliul de piață)

$$R_m = R_{fr} + MRP;$$

- **Beta 0,7** – a fost menținut la aceeași valoare, în urma analizei comparative a valorilor prezentate în materialele de documentare. Coeficientul beta reprezintă o funcție a relației dintre randamentul unei valori mobiliare și randamentul pieței de capital în ansamblu. La stabilirea valorii de 0,7 s-a avut în vedere că aceasta se încadrează atât în intervalul de minim 0,42 și maxim de 1,33 din raportul CEER pentru anul 2019, cât și în intervalul de minim 0,57 și maxim de 1,11 stabilit prin raportul privind estimarea CMPC pentru sectorul de distribuție a energiei electrice și al gazelor naturale în context de reglementare, transmis de ACUE prin adresa nr.816/30.04.2020 și înregistrată la ANRE cu nr. 30319/06.04.2020. S-a menținut acest coeficient la valoarea de 0,7 pentru o abordare prudențială față de condițiile pieței financiare.

- **Rsk 1,35%** - valoarea s-a menținut la același nivel
- **CCP 6,62%** - costul capitalului propriu în termeni reali, calculat după impozitare;
- **CCI 3,65%** - costul capitalului împrumutat în termeni reali, calculat înainte de impozitare;
- **Kp 60 %** - ponderea capitalului propriu în total capital;
- **Ki 40%** - ponderea capitalului împrumutat în total capital;
- **T 16 %** - rata impozitului pe profit, stabilită de Guvern.

Valoarea **RRR** rezultată cu luarea în considerare a parametrilor menționați, utilizați în formula de calcul, este de **6,19 %** exprimată în termeni reali, înainte de impozitare.