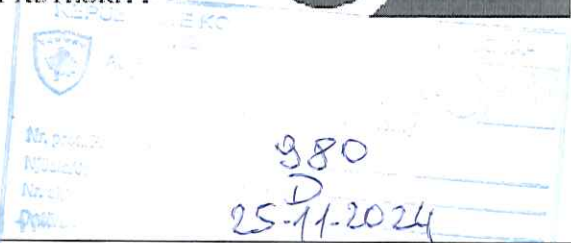




Republika e Kosovës - Republika Kcsova - Republic of Kosova

AUTORITETI RREGULLATOR PËR SHËRBIMET E UJIT  
REGULATORNI AUTORITET ZA USLUGE VODE  
WATER SERVICES REGULATORY AUTHORITY



DATË/A	25.11.2024
REFERENC-Ë:	
PËR/ZA/TO:	Kryeshefat Ekzekutiv të KRU-ve
CC:	
PËRMES/PREKO/THROUGH:	
NGA/OD/FROM:	Hajrije Morina, Drejtoreshe e ARRU
TEMA/SUBJEKAT/SUBJECT:	Kthimi në bazën rregullatore të aseteve (BRRA) për kontrollin e çmimeve të vitit 2025

Të nderuar,

Për të përmbushur kërkesën për një shqyrtim madhor të procesit të përcaktimit të tarifave, KRU-të kanë rënë dakord që periudha e ardhshme trevjeçare e kontrollit të çmimeve të shtyhet me një vit deri në 2026-2028. Kjo do të thotë se do të ketë një rishikim të veçantë për tarifën për vitin 2025 dhe ekipi i ARRU-së po përgatitë aktualisht modelin e planit të biznesit për këtë model njëvjeçar.

Ne e pranojmë se që nga viti 2021, kur u ndërmorr shqyrtimi i fundit, normat e interesit janë rritur dhe se mund të ketë një arsye për rregullimin e kthimit në BRRA. Kemi ndërmarrë një vlerësim fillestar dhe konsiderojmë se kthimi duhet të rritet nga 4.0% në 4.25%. Ne gjithashtu kemi shqyrtuar sfidat me të cilat përballen KRU-të më të vogla dhe, bazuar në provat dhe përvojat gjëkund tjetër në botë, konsiderojmë se gjashtë KRU-ve më të vogla duhet t'u lejohet një premium rreziku i kompanisë së vogël prej 1.00%, pra një kthim në BRRA prej 5.25%.

Arsyetimi i ARRU-së është dhënë në Shtojcën A dhe B që janë pjesë e kësaj shkresë.

Rritja e BRRA prej 0.25% shtesë për KRU Prishtinën barazohet me një rritje të të ardhurave prej rreth 180,000 EUR në vit, e rritja e BRRA prej 1.25% shtesë për gjashtë KRU-të e vogla barazohet me një total të rritjes shtesë të të ardhurave prej rreth 750,000 EUR në vit.

Mirëpresim mendimet tuaja për këtë propozim.

Me respekt,

## Shtojca A – Përcaktimi i kthimit në bazën rregullatore të aseteve për procesin tarifor të vitit 2025

### Sfondi

Kthimi i bazës rregullatore të aseteve (BRR) është aprovuar me normën 4% (reale) për shqyrtimin tarifor 2022 – 2024. Kjo normë është vendosur në vitin 2021 gjatë një periudhe kur norma e interesit ka qenë shumë e ulët (afër zeros). Që nga viti 2021 normat e interesit kanë pasur rritje të theksuar, njëjtë sikur që është rritur edhe inflacioni, përderisa mjedisi i të bërit biznes është kthyer mbrapa në kushte të ngjashme sikur para krizës financiare të vitit 2008. Edhe pse shqyrtimi tarifor për vitin 2025 është vetëm për një vit të vetëm, ne konsiderojmë se një rishikim i normës së kthimit në BRR do të jetë i nevojshëm. Pavarësisht lëvizjeve të fundit të normave të interesit, norma 'reale' e interesit, pra heqja e ndikimit të inflacionit, është në fakt, shumë e ulët.

### Arsyetimi

ARRU vazhdon të aplikojë 'Modelin e Çmimit të Aseteve Kapitale' (MÇAK) si bazë për përcaktimin e normës së kthimit në BRR.

MÇAK është përmbledhur në formulën e mëposhtme:

$$\bar{r}_a = r_f + \beta_a (\bar{r}_m - r_f)$$

Ku:

$\bar{r}_a$  = *expected rate of return for the asset*

$r_f$  = *risk free rate*

$\beta_a$  = *beta of the asset*

$\bar{r}_m$  = *expected market return*

Koncepti i MÇAK është se investitorët duhet të kompensohen në një mënyrë që pasqyron rrezikun e biznesit ku po investojnë. Formula e MÇAK është e tillë që investitorët duhet të presin një kthim që përfshin një normë pa rrezik ( $r_f$ ) plus një prime për të pasqyruar rrezikun e investimit.

Norma pa rrezik ( $r_f$ ) shpesh interpretohet si rendimentet afatgjata të bonove të thesarit të graduara AAA (ose gilts), p.sh. bonot e emetuara nga bankat qendrore që gëzojnë statusin e AAA.

Primi e rrezikut të tregut është një prim (e përshtatur për të gjitha aksionet) që investitorët në bursa presin të marrin në afat të gjatë për të investuar në aksione. Për investimin në treg përgjithësisht investitorët do të prisnin të merrnin një kthim mesatar  $\bar{r}_m$  të pasqyrimin të kthimeve që priten nga tregu në tërësi. Pra, 'prime e rrezikut' është  $(\bar{r}_m - r_f)$ .

Për një pasuri specifike, rreziku mund të jetë më i madh ose më i vogël se rreziku i tregut. Kjo përcaktohet nga veçantia e aseteve  $\beta_a$  si një shumëfishues i primit të rrezikut. Nëse rreziku i një pasurie (i përcaktuar si volatilitet i kthimeve) është më i madh se rreziku mesatar i tregut, vlera e  $\beta_a$  do të jetë më e madhe se 1.0. Në të kundërt, nëse rreziku është më i vogël se rreziku mesatar i tregut, ai do të jetë më pak se 1.0. Për shembull, kompanitë e eksplorimit të naftës me rrezik të lartë mund të kenë  $\beta_a$  më shumë se 2.0, ndërsa investimet shumë të sigurt 'blue-chip' si shërbimet e mëdha do të kenë një prej  $\beta_a$  të themi, 0.5. Vlera e  $\beta_a$  përcaktohet nëpërmjet analizës statistikore afat-gjatë nga e cila është e mundur të përcaktohet  $\beta_a$  për sektorë të caktuar mesatarisht dhe jo për kompanitë individuale.

### MÇAK në sektorin e ujit në Kosovë

Sektori financiar në Kosovë nuk është një strukturë e sofistikuar e tregut dhe të dhënat statistikore premiumet e riskut (kompani mesatare dhe individuale) nuk janë të disponueshme. Për më tepër, përcaktimi i tarifës pa rrezik për Kosovën nuk është gjithashtu i mundur për shkak të miratimit të Euros si monedhë të saj, ndërsa nuk është anëtare e zonës Euro. Megjithatë, është e mundur të përdoren informacione statistikore nga vende të tjera për të përdorur një sërë parametrash zëvendësues për përcaktimin e një tarife të kthimit të kapitalit për sektorin e ujit në Kosovë.

### Shkalla e lirë e kthimit të rrezikut $r_f$

Pavarësisht lëvizjeve të fundit të normave të interesit, norma 'reale' e interesit, pra heqja e efekteve të inflacionit, është shumë e ulët. Norma aktuale pa rrezik e kthimit që ka përdorur OFWAT (Rregullatori i sektorit të ujit për Anglinë dhe Uellsin) për kontrollin më të fundit të çmimeve (RP24) është 0.47% bazuar në një referencë ndaj 20-vjeçare të lidhura me indeksin. Një analizë e thjeshtuar e euro bonove sugjeron një normë pa rrezik prej më pak se 0.47%<sup>1</sup>.

Në mungesë të ndonjë informacioni të mëtejshëm për Kosovën sugjerohet që një normë pa rrezik prej 0.45% (brenda një rangi prej 0.40% deri në 0.50% mund të aplikohet për Kosovën.

### Primi e rrezikut të kapitalit $(r_m - r_f)$

ARRU nuk ka të dhëna për një premium të rrezikut të tregut për Kosovën. ARRU e konsideron Malin e Zi të ketë një profil të ngjashëm rreziku pasi është në të njëjtin rajon dhe e përdori Euron si monedhë. Të dhënat aktuale sugjerojnë një premium rreziku prej 11.18%<sup>2</sup>. Kjo përfshin një premium të rrezikut të vendit prej 6.58%. Pozicioni i ARRU-së është se përkundër që ky premium i rrezikut të shtetit është i rëndësishëm për investitorët e sektorit privat, ARRU nuk është e bindur se e njëjta të aplikohet plotësisht për sektorin shtetëror të mbështetur nga investimi nëpërmjet partnerëve ndërkombëtarë të zhvillimor, siç është KfW dhe agjenci të tjera të ngjashme, që, sipas funksionit të tyre, mbrojnë huamarrësit e tyre nga rreziku i vendit. Konsiderojmë se premiumet e rrezikut të shtetit mund të reduktohen për KRU-të në Kosovë. Duke reduktuar premiumin e rrezikut të vendit me 50%, arrijmë në një premium të rrezikut të aksioneve prej 7.89%.

Prandaj, ARRU ka aplikuar një premium risku prej 8% brenda një rangi prej 7.5% deri në 8.5%.

### Beta $\beta_a$

Industria e ujit në përgjithësi konsiderohet të jetë një sektor relativisht i sigurt (i mbrojtur ndaj konkurrencës agresive duke përfutur nga klientët dhe rrjedhja e qëndrueshme e të ardhurave). Si pasojë, sektori është përgjithësisht nën 1.0. OFWAT në Mbretërinë e Bashkuar, në shqyrtimin më të fundit të çmimeve, aplikoi një  $\beta_a$  për asetet prej 0.32 deri në 0.34<sup>3</sup>. Hulumtimet në SHBA<sup>4</sup> sugjerojnë se  $\beta_a$  në vlerë prej 0.52 për sektorin e ujit është i përshtatshëm dhe i njëjti burim sugjeroi që  $\beta_a$  prej 0.42 për sektorin e ujit në Evropë.

Pa asnjë të dhënë specifike të Kosovës, ne sugjerojmë një  $\beta_a$  me vlerë prej 0.42 sa për Evropën (me një gamë prej 0.40 deri 0.44) të aplikohet në Kosovë.

### Premiumi i rrezikut të kompanive të vogla

Në shqyrtimet e mëparshme të tarifave ARRU ka konsideruar të njëjtin kthim në BRRRA për të shtatë KRU-të. Shtojca B specifikon arsyetimin e ARRU-së për normën më të lartë të BRRRA për gjashtë KRU-të më të vogla krahasuar me KRU Prishtinë. Ne konsiderojmë se premiumi për kompanitë e vogla për kthimi në BRRRA duhet të jetë 1.00%.

### Rregullimi në kthimet para taksave

Kuadri i MÇAK bazohet në një kthim pas taksave mbi kapitalin. Modeli tarifor, megjithatë, bazohet në një kthim para taksave mbi kapitalin dhe një rregullim është i nevojshëm. Duke konsideruar faktin se KRU-të në Kosovë nuk kanë ndonjë nivel material të borxhit dhe se ngarkesat e interesit, nëse ka, janë të papërfillshme, mund të supozohet se këto kthime do t'i nënshtrohen taksimit me normën tatimore të korporatave prej 10%. Si pasojë, për të arritur në një kthim para taksave mbi kapitalin kërkohet një rregullim prej  $1/(1-10\%)$ .

### Kthimi i llogaritur në BRRRA

Bazuar në supozimet e sipërme, vlerësimet e vijuese të kthimit në BRRRA janë paraqitur në tabelën më poshtë.

<sup>1</sup> <https://markets.ft.com/data/bonds/government-bonds-spreads> Në atë kohë ose duke shkruar rendimentin e bonove qeveritare 10-vjeçare të eurozonës variojnë nga 2.47% (Gjermania) dhe 3.87% (Italia). Për rrezikun nominal të lirë ne supozojmë fundin e poshtëm të këtij vargu. Së bashku me inflacionin aktual prej 2.4% dhe objektivin e inflacionit afat-gjatë të BQE-së prej 2% kjo barazohet me një normë reale prej pak më pak se 0.47% që përkon rastësisht me përcaktimin Ofwat të një norme pa rrezik.

<sup>2</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>3</sup> [https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2022/12/PR24\\_final\\_methodology\\_Appendix\\_11\\_Allowed\\_return.pdf](https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2022/12/PR24_final_methodology_Appendix_11_Allowed_return.pdf)

<sup>4</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

### Kthimi i llogaritur në BRR

Bazuar në supozimet e sipërme, vlerësimet e vijuese të kthimit në BRR janë paraqitur në tabelën më poshtë.

<b>KRU Prishtina</b>	<b>Rekomanduar</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Shkalla e lirë e rrezikut të kthimit r	0.45%	0.40%	0.50%
Beta e asetëve $\beta_a$	0.42	0.40	0.44
Premiumi i rrezikut të kapitalit. $(\bar{r}_m - r_f)$	8.00%	7.50%	8.50%
Pas kthimit të taksave mbi kapitalin (real)	3.81%	3.40%	4.24%
<b>Kthimi para taksave mbi kapitalin (real)</b>	<b>4.23%</b>	<b>3.78%</b>	<b>4.71%</b>

<b>Gjashtë KRU-të e vogla</b>	<b>Rekomanduar</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Shkalla e lirë e rrezikut të kthimit r	0.45%	0.40%	0.50%
Beta e asetëve $\beta_a$	0.42	0.40	0.44
Premiumi e rrezikut të kapitalit. $(\bar{r}_m - r_f)$	8.00%	7.50%	8.50%
Pas kthimit të taksave mbi kapitalin (real)	3.81%	3.40%	4.24%
Premium i rrezikut të kompanisë së vogël	0.95%	0.80%	1.10%
Pas kthimit të taksave mbi kapitalin (real)	4.76%	4.20%	5.34%
<b>Kthimi para taksave mbi kapitalin (real)</b>	<b>5.29%</b>	<b>4.67%</b>	<b>5.93%</b>

### Përfundimet dhe rekomandimet

Duke pasur parasysh të dhënat e përditësuara mbi kthimet aktuale të tregut, sugjerojmë se kthimi aktual prej 4% në BRR nuk është i përshtatshëm për t'u aplikuar në shqyrtimin njëvjeçar të tarifave për vitin 2025. ARRU sugjeron që kthimi për këtë vit të rritet në një normë reale prej 4.25% për KRU Prishtina. Për ta vënë këtë në kontekst kjo shtesë prej 0.25% barazohet me një rritje të të ardhurave prej rreth 180,000 EUR në vit për KRU Prishtina.

Për gjashtë KRU-të e vogla konsiderojmë se ato duhet të kenë një normë kthimi në BRR që përfshin një premium të rrezikut të kompanisë së vogël, dhe që kthimi në BRR të rritet në 5.25%. Kjo rezulton në një rritje totale të të ardhurave shtesë prej rreth 750,000 EUR për të gjashtë KRU-të e vogla.

Për shqyrtimin pasues 2026-2028 do të rishikim të dhënat dhe, nëse është e nevojshme, do të rregullojmë kthimin për periudhën trevjeçare. Në këtë shqyrtim të ardhshëm do të shqyrtojmë edhe opsionin e shpërblimit të RWC-ve për paraqitjet e planit të biznesit të bazuar në prova të cilësisë së lartë, siç përkrahët në konsultimin tonë publik të janarit të 2024.

## Shtojca B – Premiumi e rrezikut për kompanitë e vogla

### Burimi i kërkimit

Ka një kërkim të konsiderueshëm të bazuar në prova të përforsuar nga precedenti rregullator për të mbështetur rastin se kompanitë e vogla të rregulluara kërkojnë një kosto më të lartë të kapitalit, si të kapitalit, ashtu edhe të borxhit sesa kompanitë tjera më të mëdha. London Economics, 2010 (ci-aprës referuar si raporti LE) jep një përmbledhje të hollësishme të hulumtimeve të thelluara dhe rezultateve të sfidave me të cilat përballen kompanitë e vogla në lidhje me financimin e tyre<sup>5</sup>.

### Kostoja e aksioneve primet e kompanive të vogla

Raporti LE (Exec Summary) vlerëson se primet e aksioneve të kompanisë së vogël janë 0.80% deri në 2.63% mbi MÇAK beta herë më shumë se prime e rrezikut të aksioneve të tregut. Raporti i LE përmend shumë arsye për këtë ngritje duke përfshirë:

- dëshmitë akademike dhe modelimi i kthimeve të kompanive të vogla;
- rritjen e rreziqeve me të cilat përballen kompanitë e vogla ku duhet të demonstrojnë rritje për të tërhequr financat;
- rreziqe të tjera, përfshirë rritjen e variabilitetit të kostove operative kundrejt shpenzimeve kapitale me të cilat mund të përballen kompanitë më të vogla;
- Një prime e vogël e kompanisë mund të jetë gjithashtu një funksion i tregtimit jo-likuid; dhe
- Kompanitë më të vogla zotërojnë më pak forma të kolateralit të mundshëm.

Ky fenomen është njohur nga rregullatorët në Mbretërinë e Bashkuar dhe gjetkë:

- Ofwat (Rregullatori i industrisë së ujit në Mbretërinë e Bashkuar), pas një apeli të suksesshëm nga Bristol Water drejtuar Komisionit të Konkurrencës, parashikon një sërë kostosh të kapitalit sipas madhësisë së kompanive (të matura nga vlera e Aseteve Rregullatore të Kapitalit);
- CREG (rregullatori belg i energjisë) lejoi një shumëfishues 'jo-likuiditeti' i cili barazohet me një ngritje prej 0.7% deri në 1.0%; dhe
- Ofgem (UK) ka lejuar, në të kaluarën kontrollet e çmimeve, për një prime prej 0.8% për koston e aksioneve për sektorin e vogël Independent Gas Transporters (IGT).

Raporti i LE citon një analizë nga Duff & Phelps ku vlerësohet marrëdhënia midis madhësisë dhe primes dhe sugjeron se një rritje prej 10% e vlerës mesatare të tregut të aksioneve rezulton në një rënie prej 0.22% të primes mbi MÇAK. Kjo sugjeron se në rastin e KRU-ve më të vogla, me një BRRR mesatare prej rreth 15% të asaj të KRU Prishtinës, një prime prej 1.9% mbi MÇAK beta herë më shumë se prime e rrezikut të kapitalit të tregut.

### Kostoja e borxhit primet e kompanive të vogla

Sa i përket koston e aksioneve, kompanitë e vogla pësojnë kosto më të larta borxhi në raport me kompanitë tjera më të mëdha. Studimi i cituar në Raportin e LE sugjeron se premiumi mesatar i borxhit për kompanitë e vogla është 2.48%. Kjo përfshin tarifën më të larta të transaksioneve në raport me financimin me të cilin përballen kompanitë e vogla.

Ka precedent rregullator për këtë, p.sh. premiumi prej 1.60% i Ofwat pas apelit të Bristol Water dhe 2.00% deri në 3.00% premium ofgem për sektorin e pavarur të transportuesve të gazit (IGT) dhe një 1.00% deri në 1.80% për kontrollin e çmimeve të shpërndarjes (2004). Raporti i LE arrin në përfundimin se për sektorin IGT në Mbretërinë e Bashkuar premiumi i borxhit duhet të jetë në rangun 2.70% deri në 3.60%.

<sup>5</sup> London Economics, *Small Business Cost of Capital*, 2010, <https://london-economics.co.uk/blog/publication/small-business-cost-of-capital-2/>

Në përgjithësi, ne konsiderojmë se një premium i lejueshëm mbi koston e borxhit për RWC-të më të vogla do të pasqyroste kostot shtesë të borxhit që ka të ngjarë të pësojnë nëse do të merrnin hua për investime. Aktualisht niveli i borxhit të mbajtur nga këto kompani është shumë i vogël dhe një Premiumi borxhi nuk konsiderohet për këtë shqyrtim tarifor njëvjeçar. Ne do të monitorojmë strukturën e kapitalit të RWC-ve dhe nëse strukturat e tyre të kapitalit ndryshojnë, ne do të shqyrtojmë Premiumin e kompanisë së vogël për borxhin në përcaktimin tonë të kthimit të RAB në të ardhmen.

*Premium i kompanive të vogla për KRU-të në Kosovë*

Pozita e KRU-ve si entitete shtetërore vë një pikëpyetje mbi vlefshmërinë e aplikimit të plotë të premiumit për kompanitë e vogla. Konsiderojmë se për këtë shqyrtim njëvjeçar do të aplikohet gjysma e premiumit të aksioneve të 1.9% të përcaktuar nga analiza Duff & Phelps, pra 0.95% brenda një rangu prej 0.8% dhe 1.1%. Do ta shohim këtë aspekt më hollësisht për shqyrtimin tarifor 2026-2028.