

**Evaluare
privind rata reglementata a rentabilitatii capitalului
în prima perioada de reglementare 2004 - 2007**

În cursul anului 2003, ANRGN a elaborat o noua metodologie pentru calculul preturilor si al tarifelor reglementate în sectorul gazelor naturale. Aceste „Criterii si metodele pentru aprobarea preturilor si stabilirea tarifelor reglementate în sectorul gazelor naturale” au fost aprobate prin Decizia presedintelui ANRGN nr. 1078/2003, publicata în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 40 din 19 ianuarie 2004.

Mecanismele de calcul al preturilor si al tarifelor reglementate sunt de tipul «revenue-cap» pentru activitatile reglementate de înmagazinare subterana si de transport si de tip «price-cap» pentru activitatile reglementate de distributie si de furnizare.

Fundamentarea venitului reglementat în primul an al perioadei de reglementare necesita evaluarea costurilor de operare si de capital implicate de desfasurarea activitatii reglementate.

Din acest punct de vedere, metodologia ANRGN urmareste asigurarea recuperarii capitalurilor investite, inclusiv costurile de capital asociate, daca acestea sunt realizate într-o maniera prudenta si într-o structura optimizata de finantare.

Evaluarea costurilor de capital si determinarea ratei reglementate a rentabilitatii - RoR, recunoscuta de ANRGN pentru fiecare activitate reglementata, utilizeaza metodologia costului mediu ponderat al capitalului (WACC). Determinarea WACC este facuta în termeni nominali, dupa impozitul pe profit, iar stabilirea RoR este în termeni reali, înainte de impozitul pe profit.

Echivalarea WACC (nominal, dupa impozitare) cu RoR (real, înainte de impozitare) a fost realizata pe baza unei formule de echivalare care asigura egalitatea dintre capitalul investit si fluxul de numerar (în valori prezente), disponibil pe perioada de amortizare reglementata a imobilizarilor corporale si necorporale, discountat cu valoarea WACC.

Deoarece companiile ce desfasoara activitatile reglementate în România nu sunt cotate pe pietele de capital, calculul WACC este realizat utilizând informatiile disponibile pentru alte companii utilizate drept comparatori. Aceste companii sunt selectate dintre cele cotate pe pietele internationale si care desfasoara ca activitate principala activitatea reglementata, fiind în acelasi timp sub un regim de reglementare similar celui din România.

Determinarea costului capitalului propriu pentru perioada de reglementare, (ca element de calcul al WACC), în termeni nominali, după impozitare, utilizează modelul de calcul a rentabilității unui activ pe piața de capital (CAPM).

Activele fara risc considerate sunt obligatiunile statului român, denumite în EURO, emise pe piața internațională, la care a fost adăugată **prima de risc pentru rata de schimb**.

Valoarea determinată a costului activelor fara risc, denumite în EURO, este de 5,98% și reprezintă așteptările pieței la momentul actual. Având în vedere că perioadele de reglementare încep la date diferite, valoarea determinată mai sus a fost corectată diferentiat pentru activitățile reglementate, în funcție de data începerii primului an al perioadei de reglementare, după cum urmează:

- în cazul activității de transport și de înmagazinare subterană – 6,4 %;
- în cazul activității de distribuție și de furnizare reglementată – 6,6 %.

Prima de risc pentru rata de schimb LEI/EURO a fost calculată ca raport între inflația estimată pentru România și cea estimată pentru zona Euro, în perioada 2004 – 2007. Sursele informațiilor privind prognozele de inflație sunt previziunile Institutului Român de Economie Mondială și Comisiei Economice Europene. Valorile primei de risc determinate pe baza celor menționate sunt:

- în cazul activității de transport și de înmagazinare subterană – 5,8 %;
- în cazul activității de distribuție și de furnizare reglementată – 5,3 %.

Sursa cotațiilor pe piețele internaționale a obligatiunilor statului român, denumite în EURO, a fost BLOOMBERG.

În consecință, **valorile activului fara risc, denumit în lei, în termeni nominali, înainte de impozitare, considerate la calculul WACC sunt:**

- **în cazul activității de transport și de înmagazinare subterană – 12,6 %;**
- **în cazul activității de distribuție și de furnizare reglementată – 12,2 %.**

Evaluarea nivelului β_U s-a realizat pe baza comparației cu companii de profil, cotate pe piețele internaționale de capital și aflate în condiții similare de reglementare. Pentru o cât mai corectă evaluare, au fost considerate atât companii de distribuție a gazelor naturale, cât și de distribuție a energiei electrice, astfel încât numărul de observații a valorilor să fie suficiente pentru a se putea estima nivelul β_U . Pe baza observațiilor efectuate a fost considerat un nivel $\beta_U = 0,530$ în cazul activităților de transport și înmagazinare subterană, respectiv un nivel $\beta_U = 0,680$ în cazul activităților de distribuție și furnizare reglementată.

Prima de risc a pieței (MRP), utilizată în determinarea costului capitalului propriu, este de 6,7% și a fost determinată ca medie aritmetică a diferențelor observate între valorile riscului pentru piețele dezvoltate și riscul obligatiunilor

guvernamentale cu termen de maturitate de 10 ani, emise în perioada 1900 – 2000, tranzactionate pe pietele respective.

Estimarea *costului datoriilor* porneste de la estimarea dobânzii pentru un activ fara risc, la care se adauga prima pentru riscul de piata, observata pentru obligatiunile emise de companiile utilizate drept comparatori.

Ratingul de tara estimat pentru perioada urmatoare are la baza ratingurile si prognozele agentiilor consacrate (Standard and Poors, Moodys), fiind considerata îmbunatatirea acestuia la BBB-, de la BB+ cât este în prezent. **Având însa în vedere ca, cel puțin la acest moment, ratingul obligatiunilor statului român este BB+, prima pentru riscul de piata al datoriilor a fost evaluat ca o prima compozita cu o structura de risc 50% BB+/50% BBB-. Valorile primei pentru riscul de piata al datoriilor, în functie de datoriilor observata la comparatori, a fost considerata la:**

- în cazul activitatii de transport si de înmagazinare subterana – 4,8 %;
- în cazul activitatii de distributie si de furnizare reglementata – 4,7 %.

Pentru prima perioada de reglementare, este considerata o structura a capitalului, dupa cum urmeaza :

- în cazul activitatii de transport si de înmagazinare subterana, raportul D/CP este de 1/3
- în cazul activitatii de distributie si de furnizare reglementata, raportul D/CP este de 3/7

Structura de capital prezentata mai sus este considerata ca fiind o tinta de atins pentru companiile ce activeaza pe piata interna, stimulent în optimizarea structurii capitalului si a costurilor de finantare a acestuia.

Pe baza informatii prezentate, ANRGN a calculat urmatoarele valori pentru WACC (nominal, dupa impozitare)

Elementul de calcul	Transport si înmagazinare subterana	Distributie si furnizare reglementata
Activul fara risc	12, 6 %	12,2 %
Impozitul pe profit	25 %	25 %
Raportul D/CP	1 / 3	3 / 7
Valoarea b_L	0,663	0,899
Valoarea MRP	6,7 %	6,7 %
Prima de risc a datoriilor	4,8 %	4,7 %
Costul capitalului propriu	17,0 %	18,2 %
Costul datoriilor	17,4 %	16,9 %
Valoare WACC (nominal, dupa impozitare)	16,0 %	16,6 %

Transformarea valorii WACC determinata mai sus în echivalent valoare RoR în termeni reali, înainte de impozitare s-a realizat cu urmatoarea formula :

$$RoR = \frac{\frac{1+WACC}{1+p} - 1}{(1-T)} + \frac{T}{1-T} \left[\frac{1 - \left(\frac{1+p}{1+WACC} \right)^{nr} - \frac{nr}{nc} \cdot \frac{1}{WACC} \cdot \left(\frac{WACC-p}{1+p} \right) \left(1 - \frac{1}{(1+WACC)^{nc}} \right)}{nr - \frac{1+p}{WACC-p} \left[1 - \left(\frac{1+p}{1+WACC} \right)^{nr} \right]} \right]$$

Valoarea duratei reglementata de amortizare - **nr**, utilizata în formula, este de 30 de ani în cazul activitatii de transport si de înmagazinare subterana, respectiv de 25 de ani în cazul activitatii de distributie si de furnizare reglementata. Valoarea contabila ramasa de amortizare - **nc**, utilizata în formula, este de 10 de ani în cazul tuturor activitatilor. Valoarea estimata a ratei inflatiei, calculata ca medie geometrica pentru perioada iulie 2004 – decembrie 2007, este de 6,88 %.

Pe baza informatiilor prezentate, disponibile în acest moment, au rezultat urmatoarele valori al RoR :

- în cazul activitatii de transport si de înmagazinare subterana – 10,8 %
- în cazul activitatii de distributie si de furnizare reglementata – 11,7 %

Evaluările ANRGN reflecta informatiile si estimările disponibile în acest moment, privind asteptările pietei în perioada aprilie 2004 – 2007. Pe masura ce aceste evaluari se vor modifica, ANRGN va recalcula valorile WACC si RoR, astfel încât la data prezentarii în Consiliul Consultativ si în Comitetul de Reglementare al ANRGN a raportului privind evaluarea venitului de baza în primul an al primei perioade de reglementare, valorile WACC si RoR sa reflecte cele mai bune estimari disponibile privind asteptările pietei.