

REFERAT DE APROBARE

Secțiunea 1 - Titlul proiectului de reglementare

Proiect de Ordin privind stabilirea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit aplicată la aprobarea tarifelor pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, pentru a cincea perioadă de reglementare
--

Secțiunea a 2-a - Motivul emiterii reglementării

1. Contextul și cadrul european de reglementare (Descrierea situației actuale)	Nu este cazul.
2. Cadrul național de reglementare	<p>Conform prevederilor art.5 alin.(1) lit. b) și lit. f) din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 33/2007 privind organizarea și funcționarea Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Energiei, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 160/2012, cu modificările și completările ulterioare, ANRE are ca atribuții aprobarea prețurilor și tarifelor reglementate de rețea, a metodologiilor de calcul al acestora precum și a altor reglementări, iar potrivit art. 5 alin. (5) reglementările de interes general se aprobă prin ordine și se publică în Monitorul Oficial al României, partea I.</p> <p>În conformitate cu prevederile introduse în Legea energiei electrice și a gazelor naturale nr. 123/2012, cu modificările și completările ulterioare, denumită în continuare Lege, pentru calculul tarifelor de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, pentru operatorii economici din sectorul energiei electrice și gazelor naturale, rata reglementată de rentabilitate a capitalului investit a fost aprobată pentru perioada a patra de reglementare începând din 13 mai 2020, prin Ordinul ANRE nr. 75/2020 la valoarea de 6,39%.</p> <p>Actele în baza cărora se emite actul administrativ:</p> <p>Se propune aprobarea ordinului privind stabilirea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit aplicată la aprobarea tarifelor reglementate pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, în baza prevederilor art. 75 alin. (1) lit. b), ale art. 79 alin. (3), (4) și (5) lit. c) și ale art. 178 alin. (1) lit. b), din <i>Lege</i> și ale metodologiilor de calcul al tarifelor reglementate pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, respectiv:</p> <ol style="list-style-type: none">1. art. 73 - 81 din Metodologia de stabilire a tarifelor pentru serviciul de distribuție a energiei electrice, aprobată prin Ordinul ANRE nr. 169/2018, cu modificările și completările ulterioare,

	<p>2. art. 67 – 72 din Metodologia de stabilire a tarifelor pentru serviciul de transport al energiei electrice aprobată prin Ordinul ANRE nr. 171/2019, cu modificările și completările ulterioare,</p> <p>3. art. 26 – 31 din Metodologia de stabilire a tarifelor reglementate pentru serviciile de distribuție în sectorul gazelor naturale, aprobată prin Ordinul ANRE nr. 217/2018, cu modificările și completările ulterioare,</p> <p>4. art. 28 – 33 din Metodologia de stabilire a tarifelor reglementate pentru serviciile de transport al gazelor naturale, aprobată prin Ordinul ANRE nr. 41/2019, cu modificările și completările ulterioare.</p>
<p>3. Scopul reglementării</p>	<p>Scopul proiectului de ordin este stabilirea unei valori actualizate a ratei reglementate de rentabilitate a activelor prin actualizarea elementelor de calcul pentru a cincea perioadă de reglementare pentru activitățile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale .</p> <p>Valoarea ratei rentabilității reglementate (RRR) este stabilită în termeni reali și se calculează ca valoare a costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) determinat în termeni reali, înainte de aplicarea impozitului pe profit. Prin înmulțirea RRR cu valoarea bazei reglementate a activelor rezultă rentabilitatea reglementată a activelor utilizate la prestarea serviciilor, care este luată în calcul ca și cost recunoscut la stabilirea tarifelor de distribuție și transport ale energiei electrice și gazelor naturale.</p> <p>Prin tarifele aprobate, ANRE recunoaște rentabilitatea reglementată a activelor utilizate pentru prestarea serviciilor, asigurând o remunerare a capitalului investit într-un domeniu economic reglementat, protejat de multitudinea factorilor ce generează riscurile activităților economice din piața concurențială, domeniu ce constituie serviciu public.</p> <p>La stabilirea RRR s-a avut în vedere atingerea unui echilibru optim între menținerea interesului realizării investițiilor necesare asigurării calității serviciilor de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, și asigurarea unui nivel rezonabil al profiturilor operatorilor de transport și distribuție, conform prevederilor art. 76 alin. (1) și ale art. 178 alin. (1) din Lege.</p> <p>Formula de calcul a RRR prevăzută în metodologiile ANRE este:</p> $RRR = CCP \times Kp / (1 - T) + CCI \times Ki ,$ <p>unde:</p> <p>CCP- costul capitalului propriu în termeni reali, calculat după impozitare;</p> <p>CCI - costul capitalului împrumutat în termeni reali, calculat înainte de impozitare;</p> <p>Kp - ponderea capitalului propriu în total capital;</p> <p>Ki - ponderea capitalului împrumutat în total capital;</p> <p>T – rata impozitului pe profit;</p> <p>Costul capitalului propriu (CCP) se determină cu formula:</p> $CCP = Rfr + (Rm - Rfr) * \beta, \text{ unde:}$ <p>Rfr – rata reală a rentabilității investițiilor fără risc, calculată în termeni reali,</p>

$$Rfr = (1+Rf)/(1+Rip)-1;$$

Rf - dobânda aferentă titlurilor de stat cu o scadență de cel puțin 10 ani;

Rip – rata medie a inflației anuale determinată pe baza ratelor anuale ale inflației prognozate și publicate de Comisia Națională de Prognoză (CNP) pentru perioada de reglementare următoare;

Rm - 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 companiei, reprezentând o comparație a riscului de piață;

[Rm - Rfr] - prima de risc a pieței de capital;

[Rm - Rfr] * β - exprimarea primei de risc în valoare procentuală.

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

$$CCI = Rfr + Rsk$$

Motivele care au condus la emiterea actului administrativ:

Din data de 13 mai 2020 până la sfârșitul perioadei a patra de reglementare, prin Ordinul ANRE nr.75/2020 privind *stabilirea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit aplicată la stabilirea tarifelor pentru serviciile de distribuție, de transport și de sistem a energiei electrice și gazelor naturale până la sfârșitul perioadei a patra de reglementare și de modificare a unor acte normative emise de Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei*, rata reglementată de rentabilitate a capitalului investit a fost aprobată la valoarea de 6,39 %.

Prin art. 10 alin. (2) din Ordinul ANRE nr. 79/2023 privind *modificarea și completarea Metodologiei de stabilire a tarifelor pentru serviciul de distribuție a energiei electrice, aprobată prin Ordinul președintelui ANRE nr. 169/2018*, pentru activitatea de distribuție a energiei electrice, valoarea ratei reglementate de rentabilitate a capitalului investit s-a menținut la valoarea de 6,39 % și pentru anul 2024, an ce reprezintă perioadă de tranziție pentru tarifele de distribuție de la perioada a patra la perioada a cincea de reglementare.

Prin art. I pct. (3) din Ordinul ANRE nr. 101/2023, pentru *modificarea și completarea Metodologiei de stabilire a tarifelor reglementate pentru serviciile de distribuție în sectorul gazelor naturale, aprobată prin Ordinul președintelui ANRE nr. 217/2018*, pentru activitatea de distribuție a gazelor naturale, valoarea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit s-a menținut la valoarea de 6,39 % și pentru tarifele aprobate pentru perioada de tranziție de la perioada a patra la perioada a cincea de reglementare, desfășurată de operatorii economici licențiați. Similar, prin art. I pct. (3) din Ordinul ANRE nr.102/2023 pentru *modificarea și completarea Metodologiei de stabilire a tarifelor reglementate pentru serviciile de transport al gazelor naturale aprobată prin Ordinul președintelui Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Energiei nr. 41/2019*, pentru anul de reglementare

cuprins între 1 octombrie 2024 și 30 septembrie 2025, valoarea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit de operatorul de transport și de sistem al gazelor naturale a fost menținută la nivelul celei aprobate pentru perioada a patra de reglementare, respectiv 6,39 %.

Prin prevederile art. XIV punctele 3 și 4 din OUG nr. 1/2020 au fost aduse modificări OUG nr. 33/2007. Astfel, conform prevederilor art. 9 alin. (1¹) și ale art. 10 alin. (1¹) din OUG nr. 33/2007, ANRE elaborează metodologiile pentru calculul tarifelor de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, prin care se stabilește rata reglementată de rentabilitate a capitalului investit.

Potrivit prevederilor art 9 alin. (1²) și ale art. 10 alin. (1²) din OUG nr. 33/2007, ANRE va proceda astfel încât metodologiile menționate anterior să conțină elemente pentru sprijinirea dezvoltării, în cel mai rentabil mod, a unor sisteme sigure, fiabile, eficiente și nediscriminatorii care sunt orientate către consumator, în conformitate cu obiectivele generale de politică în domeniul energiei electrice, respectiv cu obiectivele generale de politică în domeniul gazelor naturale și al eficienței energetice.

Având în vedere că perioada a cincea de reglementare aferentă activităților de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale acoperă următoarele intervale de timp:

- activitatea de transport al energiei electrice:
1 ianuarie 2025 – 31 decembrie 2029,
- activitatea de distribuție a energiei electrice:
1 ianuarie 2025 – 31 decembrie 2029,
- activitatea de transport al gazelor naturale:
1 octombrie 2025 – 30 septembrie 2030,
- activitatea de distribuție a gazelor naturale:
1 ianuarie 2025 – 31 decembrie 2029,

ANRE a procedat la estimarea valorii ratei reglementate de rentabilitate a capitalului investit pe baza datelor prezentate în studiul "*Stabilirea elementelor de calcul al costului mediu ponderat al capitalului pentru a cincea perioadă de reglementare, pentru activitățile de transport și distribuție gaze naturale și energie electrică*" (Studiul), elaborat de consultantul Pricewaterhouse Coopers Management Consultants SRL (PwC), cât și pe baza informațiilor de specialitate incluse în rapoartele anuale emise de Consiliul Autorităților Europene de Reglementare în Domeniul Energiei (CEER).

Valorile primei de risc a pieței de capital, a coeficientului de volatilitate beta și a primei riscului de credit se bazează pe analizele și ipotezele efectuate de consultant care derivă din informațiile publice disponibile la data de 13 noiembrie 2023. La recomandarea consultantului, valorile indicatorilor rata rentabilității fără risc și rata medie a inflației, au fost actualizate având în vedere informațiile publice existente ulterior recepționării studiului de consultanță, respectiv cele publicate la data

	<p>supunerii spre dezbatere publică a prezentului proiect de ordin, 15 iulie 2024.</p> <p>Ținând seama de cele menționate anterior, s-a procedat la analizarea elementelor din structura RRR, iar în urma acestui demers se propune aprobarea ratei reglementate de rentabilitate a capitalului investit utilizată la stabilirea tarifelor pentru activitățile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, pe baza unor valori actualizate ale indicatorilor respectivi.</p>
<p>4. Schimbări preconizate / măsurile propuse prin prezenta reglementare</p>	<p>Se propune aprobarea valorii de 6,94% pentru rata reglementată a rentabilității capitalului investit, exprimată în termeni reali, înainte de impozitare, aplicată la stabilirea tarifelor pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, pe toată durata perioadei a cincea de reglementare, pentru fiecare dintre activitățile reglementate.</p> <p>ANRE a avut în vedere ca valoarea indicatorului macroeconomic să se afle în concordanță cu realitatea din cadrul economiei naționale și europene, în scopul evitării recunoașterii în cadrul structurii tarifelor reglementate a unor costuri de capital excesive și în vederea menținerii unui echilibru între interesele operatorilor și ale utilizatorilor unor servicii publice, respectiv ale consumatorilor finali.</p> <p>De altfel, Agenția pentru Cooperarea Autorităților de Reglementare a Energiei (ACER) recomandă autorităților de reglementare compararea parametrilor cu valori utilizate în alte state membre UE, considerând că analiza comparativă este un instrument important în definirea sau aprobarea unor parametri relevanți (<i>Report on Investment Evaluation, Risk Assessment and Regulatory Incentives for Energy Network Projects</i>¹ – ediția iunie 2023)</p> <p>Raportul anual publicat de CEER este cea mai importantă sursă de comparabilitate pentru ANRE deoarece CEER asigură cooperarea autorităților de reglementare în domeniul energiei din Europa și urmărește să faciliteze crearea unei piețe interne a energiei unice, armonizate, competitive, eficiente și durabile în UE. În scopul constituirii pieței unice europene, armonizarea reglementărilor în domeniul energiei este un obiectiv esențial urmărit în cadrul Noului Pachet Legislativ European (Directiva 944/2019, Regulamentul 943/2019).</p> <p>Valorile parametrilor utilizați la fundamentarea valorii RRR, ce urmează a fi aplicată în perioada a cincea de reglementare la stabilirea tarifelor reglementate, sunt următoarele:</p> <p style="text-align: center;">1. Rata reală a rentabilității investițiilor fără risc (Rfr)</p> <p><i>Dobânda titlurilor de stat</i></p> <p>Rata dobânzii fără risc este randamentul pe care un investitor se așteaptă să îl obțină din investițiile efectuate pe o perioadă determinată de timp care, teoretic, nu prezintă nici un risc de nerambursare. Deși nu există investiții care sunt absolut lipsite de risc, convenția este ca rata reală a rentabilității fără risc să fie stabilită prin randamentul instrumentelor financiare cele mai sigure și lichide, cum sunt obligațiunile guvernamentale specifice țării de analiză.</p>

¹ Sursă: https://acer.europa.eu/sites/default/files/documents/Publications/ACER_Report_Risks_Incentives.pdf

Observând informațiile comunicate de autoritățile de reglementare europene din domeniul energiei, centralizate în Anexa 4 a Raportului publicat anual de CEER², pentru stabilirea valorii ratei dobânzii fără risc se utilizează în mod frecvent randamentele obligațiunilor de stat cu scadență reziduală de 10 ani.

Ținând cont de ipoteza continuității activității pe termen lung a companiilor din sectorul analizat, metodologia ANRE recomandă, pentru estimarea ratei fără risc, utilizarea randamentelor la scadență oferite de titlurile de stat cu scadențe de cel puțin 10 ani.

În ordinul emis anterior, ANRE a determinat rata dobânzii fără risc pe baza randamentelor obligațiunilor de stat emise în perioada 2019 - 2020 cu o durată de maturitate reziduală de cel puțin 10 ani, considerând că analiza titlurilor de stat emise într-o perioadă mai mare de 12 luni oferă un plus de stabilitate valorii rezultate. Pentru perioada a cincea de reglementare, PwC a recomandat utilizarea randamentele obligațiunilor de stat emise în RON cu o maturitate de 10 ani, utilizând media randamentelor la maturitate pentru ultimele trei luni, publicate de Banca Centrală Europeană³.

După cum se precizează pe site-ul Eurostat, *“randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung sunt calculate de BCE ca medii lunare (date ajustate sezonier). Acestea se referă la randamentele obligațiunilor guvernamentale centrale pe piața secundară, brută de impozit, cu o scadență reziduală de aproximativ 10 ani.”*.

ANRE consideră că randamentele de referință publicate de BCE pentru România sunt adecvate în scopul stabilirii Rfr, aceasta constituind o sursă de date fiabilă, obiectivă și transparentă pentru estimarea parametrului.

Deoarece PwC sugerează actualizarea parametrilor cât mai aproape de perioada de implementare, ANRE a urmat recomandarea consultantului și a actualizat randamentele titlurilor de stat la data de 15 iulie 2024, luând în considerare valorile publicate în ultimele trei luni anterioare (aprilie – iunie 2024), astfel:

Dobânda titlurilor de stat	
Aprilie - 2024	6,25%
Mai - 2024	6,29%
Iunie - 2024	5,99%
3L (medie)	6,18%

Inflația

Deoarece aceste randamente se exprimă în termeni nominali, pentru estimarea ratei reale a rentabilității, din aceste randamente s-a dedus rata medie a inflației prognozate, aplicând formula Fisher: $Rfr = (1+Rf)/(1+Rip)-1$.

² Sursă: Raportul CEER 2024: <https://www.ceer.eu/documents/104400/-/-/bd93ab3b-de76-134d-2374-85d3cd5c3125>

³ Sursă: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teimf050/default/table?lang=en>

Întrucât rata fără risc este cuantificată prin randamentele la maturitate ale obligațiunilor de stat cu o scadență de 10 ani, PwC recomandă ca acestea să încorporeze anticipările pentru următorii 10 ani privind rata inflației. Astfel, rata inflației dedusă din randamentul nominal este reprezentată de media geometrică a prognozei Comisiei Naționale de Prognoză (CNP) pentru perioada disponibilă⁴ și ținta BNR⁵ de 2,5% pentru restul perioadei până la atingerea duratei de 10 ani.

Deoarece PwC recomandă actualizarea parametrilor cât mai aproape de perioada de implementare, ANRE a actualizat prognoza ratei medii a inflației valabile la data supunerii spre dezbatere publică a prezentului proiect de ordin, respectiv 15 iulie 2024, utilizând *Proiecția Principalilor Indicatori Macroeconomici 2024 - 2027* publicată de CNP⁶ în data de 12 februarie 2024, ale cărei valori sunt identice cu cele din varianta de primăvară 2024, publicată în data de 30 aprilie 2024, iar pentru perioada 2028 – 2033 a fost utilizată ținta BNR a inflației de 2,5%.

Rata medie a inflației pentru perioada 2024 - 2033	Prognoza CNP - varianta de toamnă 2023 (09 nov 23)				Ținta inflației - BNR					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
	105,60%	104,00%	102,90%	102,60%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%
Media geometrică 10 ani	3,01%									

Pe baza unei rate a rentabilității fără risc în termeni nominali de 6,18 % și a unei rate medii a inflației previzionate de 3,01%, aplicând formula Fisher, rezultă o rată a rentabilității fără risc în termeni reali de 3,08 %, valoare ce a fost utilizată la stabilirea RRR.

2. Prima de risc a pieței de capital (MRP)

Similar cu dobânda fără risc, parametrul MRP relevă condițiile macroeconomice generale ale pieței de capital. MRP reprezintă randamentul suplimentar, peste nivelul ratei fără risc, ce compensează riscul asociat cu investiția în acțiuni. Așadar prima de risc a pieței de capital este determinată de factorii și circumstanțele de pe piața de capital.

Datele istorice pot fi utilizate pentru a determina rentabilitatea pieței de capital din care a fost dedusă rata de rentabilitate fără risc și rezultă prima de risc de piață pe care investitorii au reușit să o obțină în trecut. Atunci când se determină prima istorică de risc de piață, este important să se ia o perioadă cât mai lungă posibil cu date fiabile. Utilizarea unei serii îndelungate reflectă multe dintre circumstanțele care au avut loc pe piața de capital și care ar putea apărea în viitor. O perioadă lungă de timp împiedică denaturarea primei de risc de piață de către circumstanțe specifice care au avut loc pe o perioadă relativ scurtă de timp. Prin urmare, o medie istorică pe termen lung este considerată cel mai bun estimator al primei de risc de piață preconizate pentru viitor.

Având în vedere că pentru piața de capital din România nu sunt disponibile date istorice pe o perioadă foarte lungă de timp și totodată:

- România este membră a Uniunii Europene și transpune principiile și reglementările UE în legislația națională,

⁴ Sursă: <https://cnp.ro/wp-content/uploads/2024/02/Prognoza-de-IARNA-2023-2027.pdf>

⁵ Sursă: <https://www.bnr.ro/Tintele-de-inflatie-3325.aspx>

⁶ Sursă: <https://cnp.ro/prognoze-macroeconomice/>

- economia României este conectată puternic cu alte țări din UE și este de așteptat ca piața de capital din țara noastră să fie aliniată cu tendințele europene,

PwC recomandă pentru perioada a cincea de reglementare utilizarea unui MRP care se bazează pe analize la nivel european (Kroll, DMS), nu la nivel național (Damodaran, Fernandez, IDW). Această recomandare este efectuată și pe fondul corelării cu folosirea indicelui european STOXX 600 în cadrul regresiei pentru stabilirea coeficientul beta.

ANRE a urmat recomandările PwC și pentru estimarea MRP a utilizat următoarele surse de date:

Sursa	Limita de jos	Limita de sus
1.DMS (Europa)	4,70%	6,20%
2.Kroll (Europa)	5,50%	6,00%
3.Raport CEER – valoare medie	5,00%	

2.1. Intervalul 4,70% - 6,20%, rezultat din analizele lui Dimson, Marsh și Staunton (DMS) și prezentat în **Anexa 1**, este estimat pe baza unei analize istorice a primelor de risc de piață înregistrate în statele din zona euro pe o perioadă foarte lungă de timp (100 ani). Intervalul prezentat corespunde mediei geometrice și aritmetice a primelor de risc estimate pentru statele din zona euro. Datele DMS sunt concepute pentru a măsura performanța capitalurilor proprii (acțiunilor) și a obligațiunilor, și estimează valoarea MRP pe care un investitor se poate aștepta să o câștige atunci când investește în capitaluri proprii, în comparație cu deținerea de active fără risc.

2.2. Potrivit datelor publicate în articolele priodice de Kroll⁷ (fost Duff & Phelps), prima de risc a pieței de capital recomandată pentru zona euro este cuprinsă în intervalul 5,5% – 6,0%. Limita dată este stabilă începând din martie 2020 și reconfirmată la septembrie 2023 și martie 2024, fapt ce corespunde teoriei economice că prima de risc trebuie să fie relativ stabilă în timp.

Având în vedere că România este țară membră a UE dar nu se află încă în zona euro, PwC recomandă folosirea unui MRP de 6%, valoare ce reprezintă limita de sus a intervalului pentru zona euro.

De asemenea, întrucât diferențele de risc de țară sunt cuantificabile deja în rata rentabilității fără risc, care include prima pentru riscul de țară, PwC consideră că aceste diferențe nu trebuie luate și în calculul primei de risc pentru piața de capital.

2.3. Analizând valorile MRP selectate de reglementatorii din Europa (**Anexa 2**), și publicate în Raportul CEER din februarie 2024, s-a observat că acest parametru variază între 3,5% și 7,0%, cu o mediană/medie de aproximativ 5,0% (similar cu media rezultată din datele publicate în Raportul CEER în anul 2023).

Se constată că o treime dintre autoritățile de reglementare incluse în eșantion au selectat o valoare a MRP mai mică sau egală cu 5%.

Media MRP pentru toate cele patru domenii de activitate, a țărilor cu rating apropiat cu cel al României (BBB-), respectiv Cipru, Grecia, Croația, Ungaria, Italia și Portugalia, are o valoare de 5,27 %, iar pentru țările emergente (Cehia, Estonia, Croația, Ungaria, Lituania, Letonia, Polonia, Slovacia) are o valoare totală de 4,98 %.

⁷ Sursă: [Recommended Eurozone Equity Risk Premium and Corresponding Risk-Free Rates \(kroll.com\)](https://www.kroll.com/Recommended-Eurozone-Equity-Risk-Premium-and-Corresponding-Risk-Free-Rates)

Din analiza valorilor publicate în Raportul CEER se observă că doar 3 țări aplică un MRP mai mare de 6 % (Cehia, Irlanda și Suedia), majoritatea selectând valori cuprinse în intervalul 3,5 % - 6 % pentru toate cele patru domenii (transport și distribuție energie electrică, transport și distribuție gaze naturale).

Având în vedere recomandările consultantului și analizele efectuate, față de perioada anterioară, considerăm relevante estimările MRP care se bazează pe analize la nivel european (Kroll, DMS), similar autorităților de reglementare din Olanda, Belgia, Spania, Germania, Ungaria, etc. și nu la nivel național (Damodaran, Fernandez).

ANRE a urmat recomandările PwC și consideră că intervalul recomandat de Kroll pentru zona euro este un reper relevant întrucât valorile sunt stabile în timp, cu atât mai mult cu cât aceasta a fost stabilită în anul 2020 și reconfirmată recent (31 martie 2024).

Prin urmare, pentru calculul RRR, ANRE a selectat valoarea de 6 % pentru MRP întrucât aceasta este limita de sus a intervalului publicat de Kroll, este inclusă în intervalul rezultat din analizele studiului DMS și se află la limita superioară a intervalului aferent valorilor utilizate de autoritățile de reglementare europene din Raportul CEER, respectiv 3,5 % - 7 %, prezentate în **Anexa 2**.

Selectarea acestei valori a fost efectuată pentru a veni în întâmpinarea observațiilor primite din partea ACUE și a operatorilor de transport și distribuție gaze naturale și energie electrică, fără a depăși intervalul recomandat de PwC.

3. Coeficientul de volatilitate beta

În cadrul modelului CAPM, investitorii sunt compensați și pentru riscul sistematic. Gradul de risc sistematic asociat oricărei investiții individuale depinde de corelația dintre randamentul respectivei investiții și randamentul portofoliului de piață. Cu cât este mai puternică corelația și mai mare amplitudinea oricărei mișcări a randamentelor ca urmare a evenimentelor din piață, cu atât riscul sistematic este considerat mai mare. Valoarea coeficientului beta capital propriu măsoară acest risc sistematic, fiind o măsură a volatilității unor acțiuni dintr-un domeniu, față de volatilitatea întregii piețe.

Pentru companiile cotate la bursă, este posibil să se estimeze beta-ul capitalului pe baza unei regresii, iar în România nu toți operatorii de rețea sunt listați la bursă. Prin urmare, nu este posibil să se determine în mod direct beta-ul capitalului propriu al operatorilor de rețea.

Pentru determinarea beta capital propriu al operatorilor de rețea ANRE a utilizat un grup de comparație, stabilit de consultant, format din companii cotate la bursă cu activități care corespund cât mai mult posibil activităților reglementate ale operatorilor de rețea din România, inclusiv companiile în care sunt incluși operatorii de rețea din România.

În selectarea grupului de companii comparabile, de regulă este necesar un compromis între alegerea unui grup mic de companii cât mai asemănătoare cu societatea pentru care se realizează analiza, dacă analiza se face doar pentru o societate, sau utilizarea unui grup mai mare, care include și companii care nu sunt perfect comparabile, atunci când analiza se efectuează pentru mai multe companii.

Conform literaturii de specialitate, cel mai important criteriu în selecție a companiilor ce sunt incluse în grupul de comparație se referă la profilul de risc operațional al companiilor, respectiv similaritatea riscului operațional (sectorul în

care își desfășoară activitatea, zona geografică). Acest profil de risc stabilește amploarea riscului sistematic, respectiv valoarea beta capitaluri proprii utilizată pentru determinarea beta active (unlevered). Riscul financiar (determinant de modul de finanțare – structura capitalului investit și gradul de îndatorare) este ajustat prin procedurile de un-levering/ re-levering beta.

Pentru companiile comparabile selectate de PwC, s-au estimat coeficienții beta capitaluri proprii care reflectă atât riscul financiar cât și riscul operațional cu care se confruntă acționarii. Este de așteptat ca un grup de companii comparabile, adecvat selectate, să aibă un risc de afaceri/operațional similar, chiar dacă expunerea lor la riscul financiar este diferită datorită structurii de capital diferite.

De aceea, în calculul CMPC, estimarea coeficientului beta active pentru companiile comparabile, se efectuează pe baza coeficientului beta capitaluri proprii și a structurii de capital.

În procesul de selecție, consultantul a observat că unele companii activează atât pe piața de energie electrică, cât și pe cea de gaze naturale.

Pentru a forma un grup comparabil suficient de mare și reprezentativ, PwC a considerat mai adecvat să includă în grupul de comparație atât companii din domeniul energiei electrice, cât și din cel al gazelor naturale, deoarece cu cât un grup comparator include mai multe observații, cu atât influența fiecărei observații individuale asupra mediei (sau medianei) va fi mai mică. În plus, un grup mai mare are relevanță statistică mai mare deoarece duce la o eroare standard mai mică.

Această perspectivă conduce la stabilirea unui RRR comun pentru cele patru sectoare de activitate, iar abordarea corespunde cu practica ANRE din ultima perioadă de reglementare și cu practica altor reglementatori din UE (ex. Grecia și Polonia). ANRE a preluat grupul societăților comparabile constituit de PwC din companiile prezentate în **Anexa 3**, a căror pondere a profitului din exploatare este prezentată în **Anexa 4**.

Conform PwC, în estimarea coeficientului beta au fost incluse date istorice lunare pe o perioadă de cinci ani, care, conform cercetărilor empirice, conduc la rezultate bune pentru estimarea coeficientului beta capitaluri proprii al fiecărei companii din grupul selectat. Astfel, s-a realizat o regresie a randamentului lunar al acestor acțiuni față de randamentul lunar al indicelui european STOXX 600. Alegerea acestui indice ca o aproximare pentru evoluția pieței de capital s-a efectuat deoarece companiile selectate în grupul de companii comparabile sunt din Europa, iar în prezent investitorii au posibilitatea să investească în orice țară europeană pentru maximizarea randamentelor, o perspectivă locală (folosirea unor indici bursieri locali) neavând o bază în contextul în care investitorii pot accesa orice piață, în lipsa barierelor din trecut. Totodată, indicele european STOXX 600 este un indice bursier care urmărește performanța celor mai mari 600 de companii listate pe bursele de valori din Europa, din diverse sectoare economice. STOXX 600 este considerat un indicator reprezentativ al economiei europene și este utilizat pe scară largă de investitori pentru a evalua performanța pieței europene în ansamblu.

Beta capitaluri proprii, estimat utilizând regresia pe baza randamentelor lunare pentru o perioadă istorică de cinci ani, a fost ulterior ajustată conform formulei lui Blume⁸.

În alegerea formulei de transformare a beta capitaluri proprii în beta active s-a utilizat formula Hamada, ce are la bază ipoteza că deductibilitatea fiscală se va menține.

Pornind de la aceste ipoteze, pentru estimarea coeficientului beta active folosit în calculul CMPC, a fost utilizată valoarea calculată de consultant, ce a fost stabilită pe baza estimării coeficienților beta active derivați pentru grupul de 27 de companii comparabile listate, din sectorul energiei electrice și din cel al gazelor naturale prezentate detaliat în **Anexa 5**.

Estimarea valorii beta capitaluri proprii și raportul Capital împrumutat/Capital propriu (K_i/K_p) pentru fiecare societate comparabilă a fost determinat de consultant ca medie a proporției istorice, pe baza datelor lunare pe o perioadă de cinci ani (60 de observații lunare).

Din datele analizate pentru grupul de companii comparabile a fost selectată mediana proporției K_i/K_p de 74,7% și mediana coeficientul beta active de 0,47.

Pe baza acestor coeficienți, aplicând formula Hamada s-a obținut o valoare a beta relevered de 0,768 pentru sectorul de distribuție a energiei electrice și sectorul gazelor naturale din România.

Astfel, în calculul RRR, ANRE a utilizat coeficientul de volatilitate beta de 0,768, determinat de PwC ca urmare a analizării datelor grupului celor 27 de companii comparabile, preluate din baza de date S&P Capital IQ.

Analizând valorile beta selectate de reglementatorii din țările emergente (**Anexa 6**) în Raportul CEER publicat în februarie 2024, s-a observat că pentru toate cele patru activități acest parametru variază între 0,38 și 1,05, cu o mediană/medie de 0,75, iar valoare selectată de 0,77 pentru România se încadrează în acest eșantion.

4. Gradul de îndatorare țintă (Gearing)

Deoarece RRR este media ponderată a costului datoriei și a costului capitalului propriu, este important să se stabilească structura capitalurilor, respectiv raportul dintre datorii și capitaluri proprii și gradul de îndatorare țintă (gearing).

Prin adresa nr. 180269/28.12.2023, ANRE a inițiat procesul de consultare a operatorilor de rețea din domeniul energiei electrice pentru stabilirea structurii capitalului ce va fi aplicată la stabilirea RRR pentru a cincea perioadă de reglementare.

Propunerile operatorilor au fost prezentate în **Anexa 7**. Din Anexa 4 a Raportului anual CEER s-a observat că valorile gradului de îndatorare țintă selectate de reglementatorii din țările emergente, prezentate în **Anexa 8**, sunt mai mari decât cele recomandate de operatorii de rețea din România.

⁸ Blume, M, 1975, Beta and their regression tendencies, Journal of Finance, 30: 785-795;

Având în vedere ponderea capitalului împrumutat net în total capitaluri, pe care au înregistrat-o operatorii locali în perioada 2018 – 2022, și nevoile acestora de apelare la împrumuturi mai mari pe termen scurt, urmare a incertitudinilor asociate tranziției energetice, pentru stabilirea gradului de îndatorare țintă, ANRE a luat în considerare valoarea de 42,76%, recomandată de consultant.

Așa cum este prezentat la punctul 3 din prezentul referat, gradul de îndatorare țintă este important și la calcularea beta capitaluri proprii, iar ANRE a preluat valorile prezentate de PwC pentru companiile din grupul de comparație stabilit pentru calculul coeficientului beta.

Raportul Capital împrumutat/Capital propriu (K_i/K_p), pentru fiecare societate comparabilă, a fost determinat de consultant ca medie a proporției istorice, pe baza datelor lunare pe o perioadă de cinci ani (60 de observații lunare, la fel ca în cazul estimării beta capitaluri proprii).

PwC a calculat un grad de îndatorare țintă de 42,76% pe baza datoriei nete, plecând de la valoarea mediană a structurilor de capital de 74,7% a companiilor incluse în grupul de comparație, pe care o consideră structura optimă de capital.

Structura optimă de capital este formată din ponderea capitalului împrumutat în total capital investit (K_i) de 42,76% și o pondere a capitalului propriu în total capital investit (K_p) estimată la 57,24%,

Având în vedere cele de mai sus, ANRE a selectat la calculul RRR gradul de îndatorare țintă de 42,76%, valoare ce a fost determinată de consultant ca urmare a analizării datelor grupului celor 27 de companii comparabile, preluate din baza de date S&P Capital IQ.

5. Costul capitalului împrumutat (Rsk)

Marja capitalului împrumutat sau prima de risc de credit este randamentul suplimentar cerut de investitori peste rata rentabilității investițiilor fără risc pentru a finanța o societate. Aceasta reflectă calitatea percepută a împrumutului, probabilitatea de neplată, riscul suplimentar de faliment al unei companii față de riscul similar al statului și este estimată în practică ca diferență între randamentul la maturitate al obligațiunilor corporative și cel al titlurilor de stat cu rating și maturitate similare.

Pentru stabilirea acestui element datele au fost preluate din Studiul elaborat de PwC. Consultantul a efectuat estimarea costului capitalului împrumutat pentru companii din sectorul de utilități din România în ipoteza că rating-ul acestora este similar cu ratingul de țară (România). Având în vedere că nu a identificat societăți din sector cu rating BBB- care să aibă emise obligațiuni pe termen mediu-lung, analiza a fost lărgită la obligațiuni ale societăților din același sector cu alte rating-uri.

Astfel, marja capitalului împrumutat a fost estimată prin diferența între randamentul la maturitate al obligațiunilor corporative și al titlurilor de stat cu un rating similar, pe baza datelor disponibile, în două variante:

- i. Randamentul la maturitate al obligațiunilor corporative cu rating AAA din sectorul utilităților cu o maturitate de 10 ani (Index Utilități compus pe baza obligațiunilor cu rating AAA) față de randamentul obligațiunilor

Germaniei cu rating și maturitate similare (sursă S&P Capital IQ).

Similar metodei aplicate la stabilirea ratei rentabilității investițiilor fără risc, pentru randamentul obligațiunilor corporative s-a utilizat media datelor zilnice pentru 3 luni (perioada august – octombrie 2023) privind randamentul la maturitate. Prima de risc de credit a fost estimată ca diferență între media randamentelor la maturitate pentru 3 luni ale obligațiunilor corporative și cele ale titlurilor de stat emise de guvernul Germaniei, ambele cu maturități de 10 ani, rezultând o primă de risc de credit de 0,91%.

În consecință, în perioada august – octombrie 2023, marja capitalului împrumutat a înregistrat o ușoară variație zilnică între 0,85% - 1,01% cu o medie de 0,91%.

	Rating	10 Y
Index utilități EUR (AAA)	AAA	3,62%
Euro area ECB average (AAA)	AAA	2,97%
Credit spread		0,65%
Index utilități EUR (AAA)	AAA	3,62%
Germania (AAA)	AAA	2,71%
Credit spread		0,91%

Analiză PwC

- ii. Ca o alternativă, a fost analizat randamentul mediu la maturitate pentru o perioadă istorică de 3 luni a obligațiunilor corporative emise de societăți cu activitate în sectorul energiei electrice și gazelor naturale din Europa cu o scadență de 5 sau 10 ani, în funcție de disponibilitatea datelor, având diverse rating-uri (BB-; BBB; BBB+; A-; A; AA-).

Pentru a estima prima de risc de credit utilizând această metodă, din randamentul la maturitate pentru obligațiunile corporative date, s-a dedus media pe 3 luni a randamentelor la maturitate ale titlurilor emise de țări cu rating și maturitate similară cu obligațiunile corporative.

Conform acestei analizei, prima de risc de credit estimată variază între 0,29% și 1,19%, cu o valoare medie de 0,72%. Valoarea minimă de 0,29% este estimată pentru obligațiunile cu rating BBB și o maturitate de 10 ani, iar valoarea maximă de 1,19% este estimată pentru obligațiunile cu rating AA- și o maturitate de 5 ani. Intervalul estimat și media în varianta alternativă au la bază un grup de obligațiuni cu maturități atât de 5 ani, cât și de 10 ani, astfel că această variantă nu a putut fi considerată relevantă în totalitate de către consultant. În cazul în care toate obligațiunile ar fi avut o maturitate de 10 ani, prima de risc medie era de așteptat să fie mai mare, în condițiile în care în piață se observă o creștere a primelor de risc de credit odată cu maturitatea.

Randamentele medii la maturitate pentru titlurile de stat au fost estimate utilizând datele Băncii Centrale Europene pentru obligațiunile cu maturitatea de 10 ani, respectiv datele din platforma S&P Capital IQ pentru obligațiunile cu o scadență în 5 ani.

Având în vedere că în a doua variantă nu s-a putut face o analiză unitară doar a obligațiunilor cu maturitate de 10 ani din cauza lipsei datelor, pentru stabilirea valorii utilizate la calculul RRR, PwC recomandă utilizarea valorii de 0,91%, rezultată din analiza inițială, având la bază comparația randamentelor obligațiunilor corporative cu maturitate de 10 ani, reflectate de Indexul aferent sectorului Utilități față de randamentele titlurilor de stat emise de Germania, această valoare situându-se în intervalul obținut din analiza alternativă.

Totodată, analiza comparativă a nivelului marjei capitalului împrumutat arată că valoarea de 0,91 % se încadrează în intervalul 0,56 % și 3,25 % al valorilor utilizate de reglementatorii din țările membre CEER, pentru toate cele patru domenii reglementate:

Interval	Electricity TSO	Electricity DSO	Gas TSO	Gas DSO
Minim	0,56%	0,56%	0,90%	0,90%
Maxim	3,25%	3,25%	2,94%	2,94%

Prin urmare, în calculul RRR, ANRE a utilizat pentru marja de împrumut sau prima de risc de credit valoarea de 0,91% calculată de consultant, iar costul capitalului împrumutat în termeni reali înainte de impozitare, pentru sectorul de transport și distribuție a energiei electrice și gazelor naturale, a rezultat la valoarea de 3,99 %.

6. Impozitul pe profit

Rata impozitului pe profit utilizată este de 16%, așa cum este aprobată de Guvern.

Valoarea ratei rentabilității reglementate pentru perioada a cincea de reglementare, rezultată cu luarea în considerare a parametrilor menționați anterior, este de 6,94 % și este constituită astfel:

Calcul RRR	Ordin nr. 75/2020	Varianta propusă în consultare publică	Varianta propusă spre aprobare
Dobânda titlurilor de stat	5,21%	6,58%	6,18%
Rata inflației	2,85%	3,04%	3,01%
Rata rentabilității investițiilor fără risc	2,29%	3,43%	3,08%
Prima de risc de piață	6,50%	5,50%	6,00%
Beta capital propriu ajustat	0,70	0,75	0,77
Rata rentabilității pe piața acțiunilor	4,55%	4,13%	4,61%
Costul capitalului propriu după impozitare	6,84%	7,56%	7,69%
Rata impozitului pe profit	16,00%	16,00%	16,00%
Costul capitalului propriu înainte de impozitare	8,15%	9,01%	9,15%
Rata rentabilității investițiilor fără risc	2,29%	3,43%	3,08%
Marja capital împrumutat	1,45%	0,29%	0,91%
Costul capitalului împrumutat	3,74%	3,72%	3,99%
Grad de indatorare ținta	40,00%	42,76%	42,76%
RRR - înainte de aplicarea impozitului pe profit și fără inflație	6,39%	6,75%	6,94%

În prezenta propunere, valoarea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit este de 6,94%, rezultată prin actualizarea tuturor parametrilor ce intră în componența indicatorului macroeconomic, urmare a observațiilor primite în perioada de dezbatere publică și a întâlnirilor de lucru avute cu operatorii de rețea.

5. Alte informații	Nu este cazul.
--------------------	----------------

Secțiunea a 3-a – Mențiuni privind impactul socio-economic preconizat al proiectului de reglementare

1. Impactul macroeconomic a) impactul asupra pieței de energie în ansamblul ei b) impactul asupra operatorilor economici c) impactul asupra consumatorilor/ clienților finali (variații de preț sau altele asemenea)	Ordinul propus spre aprobare include măsuri de actualizare a elementelor de calcul al costului mediu ponderat al capitalului pentru a cincea perioadă de reglementare, pentru activitățile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, în conformitate cu prevederile Metodologiilor de stabilire a tarifelor pentru operatorii rețelelor de energie electrică și gaze naturale. Valoarea propusă este mai mare decât cea în vigoare, fapt care va influența pozitiv nivelul investițiilor în rețelele electrice și de gaze naturale, prin asigurarea unui nivel corespunzător al rentabilității capitalului investit.
2. Impactul asupra mediului concurențial și domeniului ajutoarelor de stat	Nu este cazul.
3. Impact asupra mediului de afaceri	Nu este cazul.
4. Implicații sociale	Nu este cazul.
5. Impact asupra mediului	Nu este cazul.
6. Alte informații	Nu este cazul.

Secțiunea a 4-a – Mențiuni privind impactul financiar preconizat asupra bugetului ANRE

Nu este cazul.

Secțiunea a 5-a - Efectele proiectului de act normativ asupra legislației în vigoare

1. Măsuri normative necesare pentru aplicarea prevederilor proiectului de act normativ: a) acte normative ce vor fi modificate sau abrogate, ca urmare a intrării în vigoare a proiectului de act normativ; b) acte normative ce urmează a fi elaborate în vederea implementării noilor dispoziții.	Nu este cazul.
2. Conformitatea proiectului de act normativ cu legislația comunitară în cazul proiectelor ce transpun prevederi comunitare	Nu este cazul.
3. Alte acte normative și/sau documente internaționale din care decurg angajamente	Nu este cazul.
4. Alte informații	Nu este cazul.

Secțiunea a 6-a - Consultările efectuate în vederea elaborării proiectului de act normativ

1. Informații privind procesul de consultare cu organizații neguvernamentale de specialitate și operatori economici din domeniu	În vederea respectării principiilor transparenței decizionale, stabilite prin dispozițiile Legii nr. 52/2003 privind transparența decizională în administrația publică, republicată, ANRE a supus procesului de consultare publică <i>proiectul de Ordin privind stabilirea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit aplicată la aprobarea tarifelor pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale</i> , pentru a cincea perioadă de reglementare, pentru o perioadă de 30 de zile calendaristice, respectiv în perioada 12 martie – 11 aprilie 2024, prin publicarea acestuia pe pagina de internet a ANRE. Valoarea <i>ratei reglementate a rentabilității capitalului investit</i> propusă inițial a fost de 6,75%.
---	---

	<p>Au transmis observații următoarele entități:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ACUE, - Distribuție Energie Oltenia, - Rețele Electrice Banat, Rețele Electrice Dobrogea, Rețele Electrice Muntenia, - Distribuție Energie Romania S.A., - C.N.T.E.E. Transelectrica S.A., - Transgaz S.A., - Premier Energy, <p>În data de 09.05.2024, 25.06.2024 și 08.07.2024 ANRE a organizat întâlniri de lucru cu operatorii de rețea cu privire la Proiectul de Ordin, ce au avut ca scop dezbaterile observațiilor permise.</p> <p>Urmare a dezbaterilor ce au avut loc, ANRE a formulat solicitări de clarificări către consultantul PwC, care a transmis argumente suplimentare în susținerea concluziilor studiului elaborat.</p>
2. Consultările organizate cu autoritățile administrației publice locale, în situația în care proiectul de act normativ are ca obiect activități ale acestor autorități	Nu este cazul.
3. Informații privind avizarea de către: a) Consiliul legislativ b) Consiliul Suprem de Apărare a Țării c) Consiliul Economic și Social d) Consiliul Concurenței e) Curtea de Conturi	Nu este cazul.
4. Alte informații	

În considerarea celor menționate, precum și a dispozițiilor art. 6 alin. (3) coroborate cu prevederile art. 30 alin. (1) litera c) și alin. (2) din Legea nr. 24/2000 privind normele de tehnică legislativă pentru elaborarea actelor normative, republicată, precum și prevederile art. 54 și ale art. 55 din Regulamentul privind procedurile, la nivelul Guvernului, pentru elaborarea, avizarea și prezentarea proiectelor de documente de politici publice, a proiectelor de acte normative, precum și a altor documente în vederea adoptării/aprobării, aprobat prin Hotărârea Guvernului României nr. 561/2009, vă supunem spre analiză și aprobare *Ordinul privind stabilirea ratei reglementate a rentabilității capitalului investit aplicată la aprobarea tarifelor pentru serviciile de transport și distribuție ale energiei electrice și gazelor naturale, pentru a cincea perioadă de reglementare.*

Anexa 1 - Analiză prima de risc pentru piața de capital (studiul DMS):

Țara	Randamentul piețelor de capital		Randamentul obligațiunilor		EMRP	
	Media geometrică %	Media aritmetică %	Media geometrică %	Media aritmetică %	Media geometrică %	Media aritmetică %
Belgia	2,50	4,80	(0,4)	0,3	2,9	4,5
Danemarca	4,60	6,20	2,5	3,3	2,1	2,9
Franța	3,80	6,30	(1,0)	0,1	4,8	6,2
Germania	3,60	8,80	(2,2)	0,3	5,8	8,5
Irlanda	4,80	7,00	1,5	2,4	3,3	4,6
Italia	2,70	6,80	(2,2)	(0,8)	4,9	7,6
Oldanda	5,80	7,70	1,1	1,5	4,7	6,2
Spania	3,60	5,80	1,2	1,9	2,4	3,9
Suedia	7,60	9,90	2,4	3,1	5,2	6,8
Medie					4,0	5,7
Mediană					4,7	6,2

Analiză PwC

Anexa 2 - Valoarea MRP pentru țările membre CEER:

Nr. Crt.	Țara	Rating de țară Standard & Poor's	E TSO	E DSO	G TSO	G DSO	
			Value	Value	Value	Value	
1	Austria	AA+	5.00%	5.00%	4.50%	5.00%	
2	Belgia	AA	3.50%	3,50%	3.50%	3,50%	
3	Cipru	BBB	6,00%	6,00%	0,00%	0,00%	
4	Cehia	AA-	6,54%	6,54%	6,54%	6,54%	
5	Germania	AAA	3,80%	3,80%	3,70%	3,70%	
6	Danemarka	AAA	5,50%	5,50%	5,60%	5,50%	
7	Estonia	AA-	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
8	Spania	A	4,75%	4,75%	4,64%	0,00%	
9	Finlanda	AA+	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
10	Franta	AA	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	
11	Grecia	BBB-	3,50%	5,50%	5,30%	5,50%	
12	Croatia	BBB+	3,75%	3,75%	5,15%	5,15%	
13	Ungaria	BBB+	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	
14	Irlanda	AA	6,90%	6,90%	4,75%	4,75%	
15	Islanda	A+	5,20%	5,20%	0,00%	0,00%	
16	Italia	BBB	5,87%	5,87%	5,87%	5,87%	
17	Lituania	A+	5,00%	5,00%	4,43%	4,43%	
18	Letonia	A+	4,94%	4,94%	4,94%	4,94%	
19	Olanda	AAA	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
20	Norvegia	AAA	5,00%	5,00%	0,00%	0,00%	
21	Polonia	A-	5,00%	5,00%	4,50%	4,50%	
22	Portugalia	BBB+	5,94%	5,94%	6,50%	6,50%	
23	Suedia	AAA	6.68%	6.68%	7%	7%	
24	Slovacia	A+	5,08%	5,08%	0,00%	5,08%	
	Medie		5,08%	5,11%	5,13%	5,20%	4,88%
	Mediana		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
	Minim		3,50%	3,50%	3,50%	3,70%	3,50%
	Maxim		7,00%	6,90%	6,90%	7,00%	7,00%

Sursa: Raport CEER 2024

Anexa 3 – Companii comparabile

Nr.	Companie	Țara	Descrierea companiei	Segment de activitate
1	Cntee Transelectrica Sa	România	CNTEE Transelectrica SA acționează ca operator de transport și sistem al sistemului național de energie.	Electricitate
2	Elia Group Sa/Nv	Belgia	Elia Group SA/NV dezvoltă, construiește și operează sistemul de transport pentru rețeaua de energie electrică în Belgia și la nivel internațional.	Electricitate
3	Litgrid Ab	Lituania	Litgrid AB, împreună cu filialele sale, operează sisteme de transport de energie electrică în Lituania.	Electricitate
4	Redeia Corporación, S.A.	Spania	Redeia Corporación, SA se angajează în transportul de energie electrică, precum și în operarea și gestionarea rețelei de transport pentru sistemul de energie electrică în Spania și la nivel internațional.	Electricitate
5	Ren - Redes Energéticas Nacionais, Sgps, S.A.	Portugalia	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA, prin filialele sale, se angajează în transportul de energie electrică și gaze naturale în Portugalia.	Electricitate + Gaz
6	Societatea Energetica Electrica S.A.	România	Societatea Energetica Electrica SA, împreună cu filialele sale, se angajează în exploatarea, construcția și întreținerea rețelelor de distribuție a energiei electrice în România.	Electricitate
7	Terna S.P.A.	Italia	Terna SpA, împreună cu filialele sale, se angajează în activități de transport și dispecerizare a energiei electrice în Italia, țările din zona euro și la nivel internațional.	Electricitate
8	Enel Spa	Italia	Enel SpA operează ca operator integrat de energie electrică și gaz la nivel global.	Electricitate + Gaz
9	E.On Se	Germania	E.ON SE operează ca companie energetică în Germania, Regatul Unit, Suedia, Țările de Jos, restul Europei și la nivel internațional.	Electricitate + Gaz
10	Cez, A. S.	Cehia	CEZ, ca se angajează în generarea, distribuția, comerțul și vânzarea de energie electrică și căldură în Europa de Vest, Centrală și de Sud-Est.	Electricitate
11	Engie Sa	Franța	ENGIE SA desfășoară activități în domeniul energiei, gazelor naturale și serviciilor energetice.	Electricitate + Gaz
12	Edp - Energias De Portugal, S.A.	Portugalia	EDP - Energias de Portugal, SA se angajează în generarea, transportul, distribuția și furnizarea de energie electrică în Portugalia, Spania, Franța, Polonia, România, Italia, Belgia, Regatul Unit, Grecia, Columbia, Brazilia, America de Nord și la nivel internațional .	Electricitate
13	Iberdrola, S.A.	Spania	Iberdrola, SA se angajează în generarea, transportul, distribuția și furnizarea de energie electrică în Spania, Regatul Unit, Statele Unite ale Americii, Mexic, Brazilia, Germania, Franța și Australia.	Electricitate
14	National Grid Plc	Regatul Unit	National Grid plc transmite și distribuie energie electrică și gaz.	Electricitate + Gaz
15	Public Power Corporation S.A.	Grecia	Public Power Corporation SA, împreună cu filialele sale, generează, transmite și distribuie energie electrică în Grecia.	Electricitate
16	Energa Sa	Polonia	Energa SA, împreună cu filialele sale, generează, distribuie, comercializează și vinde energie electrică și căldură în Polonia.	Electricitate
17	Tauron Polska Energia S.A.	Polonia	TAURON Polska Energia SA, prin filialele sale, produce, distribuie și furnizează energie electrică și căldură în Polonia.	Electricitate
18	Sse Plc	Regatul Unit	SSE plc se angajează în producerea, transportul, distribuția și furnizarea de energie electrică.	Electricitate
19	Électricité De Strasbourg Société Anonyme	Franța	Électricité de Strasbourg Société Anonyme se angajează în furnizarea de energie electrică persoanelor fizice, întreprinderilor și autorităților locale din Franța.	Electricitate
20	Enea S.A.	Polonia	Enea SA, împreună cu filialele sale, generează, transmite, distribuie și comercializează energie electrică în Polonia.	Electricitate
21	Ab Amber Grid	Lituania	AB Amber Grid operează ca o companie de transport de gaze naturale în Republica Lituania.	Gaz
22	Ascopiave S.P.A.	Italia	Ascopiave SpA distribuie și vinde gaze naturale în Italia.	Gaz

23	Enagás, S.A.	Spania	Enagás, SA dezvoltă, operează și întreține infrastructuri de gaze în Spania și la nivel internațional.	Gaz
24	Fluxys Belgium Sa	Belgia	Fluxys Belgium SA, o companie de infrastructură, se angajează în transportul și stocarea gazelor naturale, precum și în servicii de terminaling pentru gaze naturale lichefiate (GNL) în Belgia.	Gaz
25	Italgas S.P.A.	Italia	Italgas SpA, împreună cu filialele sale, se angajează în distribuția de gaze naturale în Italia.	Gaz
26	S.N.T.G.N. Transgaz S.A.	România	SNTGN Transgaz SA se angajează în transportul gazelor naturale în România și la nivel internațional.	Gaz
27	Snam S.P.A.	Italia	Snam SpA, împreună cu filialele sale, se angajează în operarea infrastructurii de transport și stocare a gazelor naturale în Italia.	Gaz

Sursă: S&P Capital IQ, Analiză PwC

Anexa 4 - Pondere profit din exploatare – companii comparabile

Ponderea profitului mediu din exploatare din activitatea de rețea în ultimii 5 ani

Nr.crt.	Societate	Segment de activitate	Pondere profit operațional din activitate reglementată*
1	CNTEE Transelectrica SA	Energie electrică	100,00% EBIT
2	Elia Group SA/NV	Energie electrică	100,00% EBIT
3	Litgrid AB	Energie electrică	100,00% EBIT
4	Redeia Corporación, S.A.	Energie electrică	92,00% EBIT
5	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS	Energie electrică + Gaze naturale	91,00% EBIT
6	Societatea Energetica Electrica S.A.	Energie electrică	33,00% EBIT
7	Terna S.p.A.	Energie electrică	96,00% EBIT
8	Enel SpA	Energie electrică + Gaze naturale	44,00% EBIT
9	E.ON SE	Energie electrică + Gaze naturale	68,00% EBIT
10	CEZ, a. s.	Energie electrică	50,00% EBIT
11	Engie SA	Energie electrică + Gaze naturale	32,00% EBIT
12	EDP	Energie electrică	29,00% EBITDA
13	Iberdrola, S.A.	Energie electrică	50,00% EBIT
14	National Grid Plc	Energie electrică + Gaze naturale	93,00% EBIT
15	Public Power Corporation S.A.	Energie electrică	89,00% Venituri
16	Energa Sa	Energie electrică	100,00% EBIT
17	Tauron Polska Energia S.A.	Energie electrică	100,00% EBIT
18	Sse Plc	Energie electrică	53,00% EBIT
19	Électricité De Strasbourg Société Anonym	Energie electrică	85,00% EBITDA
20	Enea S.A.	Energie electrică	57,00% EBIT
21	Ab Amber Grid	Gaze naturale	97,00% EBIT
22	Ascopiave S.P.A.	Gaze naturale	100,00% EBIT
23	Enagás, S.A.	Gaze naturale	86,00% EBIT
24	Fluxys Belgium Sa	Gaze naturale	52,00% EBIT
25	Italgas S.P.A.	Gaze naturale	100,00% EBIT
26	S.N.T.G.N. Transgaz S.A.	Gaze naturale	100,00% EBIT
27	Snam S.P.A.	Gaze naturale	80,00% EBIT

	% EBIT
	% EBITDA
	% Venituri

*Notă: Valoarea de 100% este aferentă companiilor care obțin profituri din exploatare exclusiv din activitate reglementată sau companiilor care înregistrează pierderi din alte activități, altele decât cele reglementate.

Sursă: S&P Capital IQ, Analiză PwC

Anexa 5 – Grupul de companii comparabile

Nr. Companie	Țara	Beta capitaluri proprii	Impozit statutar	Capital împrumutat/ Capital propriu	Beta active (Hamada)	Beta ajustat (Hamada)	
1	Cntee Transelectrica Sa	România	0,76	16,00%	-12,4%	0,85	1,377
2	Elia Group Sa/Nv	Belgia	0,70	25,00%	83,2%	0,43	0,698
3	Litgrid Ab	Lituania	0,58	15,00%	23,2%	0,48	0,789
4	Redeia Corporación, S.A.	Spania	0,65	25,00%	52,2%	0,47	0,765
5	Ren - Redes Energéticas Nacionais, Sgps, S.A.	Portugalia	0,59	21,00%	150,8%	0,27	0,435
6	Societatea Energetica Electrica S.A.	România	0,77	16,00%	42,6%	0,56	0,919
7	Terna S.P.A.	Italia	0,69	24,00%	68,8%	0,46	0,741
8	Enel Spa	Italia	0,98	24,00%	89,4%	0,59	0,953
9	E.On Se	Germania	0,84	15,83%	99,4%	0,46	0,742
10	Cez, A. S.	Cehia	0,90	19,00%	30,9%	0,72	1,169
11	Engie Sa	Franta	1,06	25,00%	74,7%	0,68	1,106
12	Edp - Energias De Portugal, S.A.	Portugalia	0,72	21,00%	103,2%	0,40	0,647
13	Iberdrola, S.A.	Spania	0,75	25,00%	62,0%	0,51	0,832
14	National Grid Plc	Regatul Unit	0,72	25,00%	105,0%	0,40	0,659
15	Public Power Corporation S.A.	Grecia	1,28	22,00%	236,3%	0,45	0,733
16	Energa Sa	Polonia	0,49	19,00%	185,8%	0,19	0,317
17	Tauron Polska Energia S.A.	Polonia	1,17	19,00%	341,4%	0,31	0,505
18	Sse Plc	Regatul Unit	0,89	25,00%	61,1%	0,61	0,992
19	Électricite De Strasbourg Société Anonyme	Franta	0,70	25,00%	-25,6%	0,86	1,400
20	Enea S.A.	Polonia	1,17	19,00%	126,6%	0,58	0,938
21	Ab Amber Grid	Lituania	0,57	15,00%	49,3%	0,40	0,653
22	Ascopiave S.P.A.	Italia	1,02	24,00%	49,8%	0,74	1,201
23	Enagás, S.A.	Spania	0,83	25,00%	81,0%	0,51	0,838
24	Fluxys Belgium Sa	Belgia	0,50	25,00%	67,3%	0,33	0,545
25	Italgas S.P.A.	Italia	0,78	24,00%	97,0%	0,45	0,730
26	S.N.T.G.N. Transgaz S.A.	România	0,84	16,00%	31,6%	0,66	1,079
27	Snam S.P.A.	Italia	0,77	24,00%	84,0%	0,47	0,768
Prima cuartilă					49,5%	0,42	0,679
Media					87,4%	0,51	0,835
Mediana					74,7%	0,47	0,768
Cuarta a treia					101,3%	0,60	0,973

Sursă S&P Capital IQ, Analiză PwC

Anexa 6 - Valoarea beta capitaluri proprii ajustat pentru țările emergente, membre CEER:

Nr. crt	Țara	E TSO	E DSO	G TSO	G DSO
1	Cehia	0,90	0,90	0,87	0,87
2	Estonia	0,69	0,71	0,73	0,74
3	Croatia	0,38	0,38	0,72	0,73
4	Ungaria	0,66	0,66	0,65	0,65
5	Lituania	0,75	0,75	0,71	0,72
6	Letonia	0,81	0,74	0,81	0,81
7	Slovenia	1,05	1,05		0,96
8	Munte negru	0,96	0,96		
	Medie	0,78	0,77	0,75	0,78
	Mediana	0,78	0,74	0,72	0,74
	Minim	0,38	0,38	0,65	0,65
	Maxim	1,05	1,05	0,87	0,96

Sursa: Raport CEER 2024

Anexa 7 - Propunerile operatorilor de rețea privind structura de capital:

OD	Structura capitalului comunicată de OD			Propunere OD		
	Kp	KI	Ki/KP	Kp	KI	Ki/KP
OD1	60,22%	39,78%	66,06%	60,00%	40,00%	66,67%
OD2	80,36%	19,64%	24,44%	60,00%	40,00%	66,67%
OD3	60,00%	40,00%	66,67%	60,00%	40,00%	66,67%
OD4	90,00%	0,00%	0,00%	95,00%	5,00%	5,26%
OD5	90,00%	10,00%	11,11%	70,00%	30,00%	42,86%
OD6	90,00%	10,00%	11,11%	70,00%	30,00%	42,86%
OD7	98,50%	1,50%	1,52%	60,00%	40,00%	66,67%
Media				67,86%	32,14%	51,09%
Mediana				60,00%	40,00%	66,67%

Anexa 8 – Valori ale gradului de îndatorare țintă (gearing) aplicate de țările emergente:

Nr. Crt.	Tara	E TSO	E DSO	G TSO	G DSO
1	Cehia	48,92%	48,92%	48,89%	48,89%
2	Estonia	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
3	Croatia	60,00%	60,00%	50,00%	50,00%
4	Ungaria	46,00%	46,00%	47,00%	47,00%
5	Lituania	50,00%	50,00%	40,00%	40,00%
6	Letonia	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
7	Polonia	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
8	Slovacia	60,00%	60,00%		60,00%
9	Munte negru	50,00%	50,00%		
	Media	51,87%	51,87%	47,98%	49,49%
	Mediana	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%

Sursa: Raport CEER 2024