



# Č e s k ý t e l e k o m u n i k a č n í ú ř a d

se sídlem Sokolovská 219, Praha 9  
poštovní přihrádka 02, 225 02 Praha 025

Praha 8. prosince 2011  
čj. ČTÚ-91 855/2011-611

Český telekomunikační úřad (dále jen „Úřad“) jako příslušný orgán státní správy podle § 108 odst. 1 písm. b) zákona č. 127/2005 Sb., o elektronických komunikacích a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o elektronických komunikacích), ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon“), na základě výsledků veřejné konzultace uskutečněné podle § 130 zákona, rozhodnutí Rady Úřadu podle § 107 odst. 8 písm. b) bod 2 a k provedení § 86 odst. 3 zákona vydává

**opatření obecné povahy č. OOP/4/12.2011-19,  
kterým se mění opatření obecné povahy č. OOP/4/03.2006-3,  
kterým se stanoví metodika účelového členění nákladů a výnosů  
a jejich přiřazování a určuje se struktura vykazovaných informací,  
ve znění opatření obecné povahy č. OOP/4/02.2008-1.**

## Článek 1

V čl. 6 odstavec 2 opatření obecné povahy č. OOP/4/03.2006-3, kterým se stanoví metodika účelového členění nákladů a výnosů a jejich přiřazování a určuje se struktura vykazovaných informací, ve znění opatření obecné povahy č. OOP/4/02.2008-1, zní:

„(2) Procento návratnosti vloženého kapitálu před zdaněním WACC činí pro stanovený podnik zajišťující síť elektronických komunikací nebo poskytující veřejně dostupnou službu elektronických komunikací 8,26 %.“

## Článek 2

### Účinnost

Toto opatření nabývá účinnosti dnem 1. ledna 2012.

## Odůvodnění

V opatření obecné povahy č. OOP/4/03.2006-3, kterým se stanoví metodika účelového členění nákladů a výnosů a jejich přiřazování a určuje se struktura vykazovaných informací, vydaném dne 8. března 2006 stanovil Úřad hodnoty WACC, využívané pro stanovení nákladů vloženého kapitálu při vedení oddělené evidence nákladů a výnosů a pro cenovou regulaci. V odůvodnění Úřad uvedl, že při změně skutečností ovlivňujících WACC, Úřad provede změnu opatření obecné povahy.

Hodnota WACC je ovlivňována situací na kapitálovém trhu. Mezi klíčové faktory ovlivňující náklady kapitálu patří např. úrokové sazby nebo ceny akcií, což jsou veličiny měnící se v čase. Z tohoto důvodu je nutná průběžná aktualizace hodnoty ukazatele WACC.

Průběžnou aktualizaci Úřad provedl v roce 2008 (opatřením obecné povahy č. OOP/4/02.2008-1).

Vzhledem k vývoji kapitálového trhu si Úřad nechal v r. 2011 zpracovat studii, kterou zpracovala Vysoká škola ekonomická v Praze, Institut oceňování majetku. Zástupci společností zajišťujících sítě elektronických komunikací měli možnost se s aktualizovaným výpočtem seznámit na workshopu pořádaném Úřadem. Jejich připomínky byly Úřadem vypořádány a výsledek vypořádání byl zástupcům operátorů sdělen na pracovním jednání dne 8. 9. 2011.

Pro výpočet ukazatele WACC se používá následující vzorec:

$$WACC = r_e * \frac{E}{D + E} + r_d * \frac{D}{D + E}$$

kde:

- $r_e$  – náklady vlastního kapitálu,
- $r_d$  – náklady cizího kapitálu,
- $E$  – objem vlastního kapitálu,
- $D$  – objem cizího kapitálu.

Metodika určení jednotlivých vstupních proměnných do vzorce WACC byla následující:

Náklady vlastního kapitálu jsou určeny metodou CAPM (Capital Asset Pricing Model) podle vzorce:

$$r_e = R_f + \beta_j * ERP$$

kde:

- $r_e$  – náklady vlastního kapitálu,
- $R_f$  – bezriziková výnosová míra,
- $\beta_j$  – koeficient beta,
- ERP – tržní riziková prémie.

CAPM odhaduje výnosnost rizikového aktiva na základě lineární závislosti očekávaného výnosu tržního portfolia a bezrizikové míry výnosu s využitím beta jako váhy.

Tržní riziková prémie byla určena metodou úpravy rizikové prémie z efektivních trhů a byla stanovena ve výši 5,21 %.

Pro určení bezrizikové výnosové míry byly využity české korunové státní dluhopisy. Státní cenné papíry jsou všeobecně považovány za aktivum, jehož riziko konverguje k nule. Výnos takovýchto cenných papírů, který v sobě obsahuje inflační očekávání je všeobecně považován za přijatelný odhad tržní bezrizikové výnosové míry. Bezriziková výnosová míra byla určena na základě šestiměsíční historie analyzovaných dat z důvodu eliminace volatility trhu. Bezriziková výnosová míra byla spočítána jako medián výnosů do doby splatnosti státního dluhopisu 4,20/36 za posledních 6 měsíců před datem výpočtu. Bezriziková výnosová míra byla určena ve výši 4,384 %.

Koeficient beta byl určen metodou porovnání se srovnatelnými společnostmi, kterými bylo 48 veřejně obchodovatelných společností podnikajících v oboru elektronických komunikací jako operátor fixních, nebo mobilních sítí, nebo jako operátor konvergovaný. Koeficient byl stanoven jako medián jednoletých beta koeficientů za posledních 5 let (červen 2006 – červen 2011). Koeficient beta byl přepočten na zadlužení na úrovni mediánu souboru dat a české daňové sazby. Jednoleté koeficienty beta byly vypočteny jako regresní z týdenních výnosností vůči lokálnímu akciovému indexu. Vztah mezi zadluženým a nezadluženým koeficientem beta byl vyjádřen pomocí rovnice Millera a Modiglianiho II, která stanoví:

$$\beta_L = \beta_U * \left[ 1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right]$$

kde:

- $\beta_L$  - přepočtený koeficient beta pro kapitál společnosti,
- $\beta_U$  - nepřepočtený koeficient beta (koeficient beta pro společnost bez cizího kapitálu),
- T - efektivní daňová sazba společnosti,
- D - cizí kapitál,
- E - vlastní kapitál.

Koeficient beta byl určen ve výši 0,5824.

Zadlužení (D/E) bylo počítáno ze shodného vzorku společností jako koeficient beta za použití účetní hodnoty dluhu a tržní hodnoty vlastního kapitálu (tržní kapitalizace) ke konci příslušného hospodářského roku, k němuž daná společnost sestavila účetní závěrku. Dluh byl počítán v netto hodnotě, tedy očištěn o neprovozní hotovost (hotovost nad 15 % peněžní

likviditu) a očištěn o nekonsolidované investice do finančních aktiv. Poměr D/E byl určen ve výši 24,21 %.

Pro stanovení nákladů cizího kapitálu se vycházelo z tržní bezrizikové úrokové míry, která byla navýšena o specifickou rizikovou prémii, která byla získána na základě analýzy specifické rizikové premie a ratingu dluhopisů evropských telekomunikačních společností. Náklady cizího kapitálu byly stanoveny ve výši 4,511 %.

Jako daňová sazba byla použita sazba daně z příjmů právnických osob ve výši 19 %.

Úřad nadále zastává názor, že vzhledem ke konvergenci sítí a služeb elektronických komunikací lze pro účely regulace využít variantu jednoho WACC pro všechny typy regulovaných sítí a služeb.

Účinnost tohoto opatření je stanovena od 1. 1. 2012. Pro účely oddělené evidence a pro vyúčtování nákladů univerzální služby použije stanovený podnik od 1. 1. 2012 hodnotu procenta návratnosti vloženého kapitálu ve výši 8,26 %.

\*\*\*

Úřad zveřejnil dne 12. 10. 2011 návrh opatření obecné povahy č. OOP/4/XX.2011-Y v souladu s § 130 odst. 1 zákona a podle čl. 5 odst. 1 Pravidel Českého telekomunikačního úřadu pro vedení konzultací na diskusním místě.

Ve lhůtě 1 měsíce stanovené pro veřejnou konzultaci obdržel Úřad připomínky od Asociace provozovatelů mobilních sítí (APMS).

APMS poukázala na „agresivní“ změnu hodnoty ukazatele WACC oproti úpravě provedené v roce 2008 (kdy se aktualizovala hodnota vydaná v roce 2006) a argumentovala, že u více jak čtvrtinového snížení hodnoty ukazatele WACC lze následně očekávat výrazně horší vliv na hospodaření telekomunikačních společností (v důsledku provázanosti ekonomických ukazatelů na výši WACC) než tomu bylo po snížení WACC v roce 2008. Negativní výsledky hospodaření v konečném důsledku snižují disponibilní zdroje na budoucí investice (neboť hodnota CAPEX je dlouhodobě udržována v určitém poměrně stabilním poměru k celkovým tržbám).

Úřad nesouhlasí s tímto tvrzením, protože poměrové změny hodnot mezi roky 2006 – 2008 a 2008 – 2011 mají jen minimální vypovídací hodnotu. Je třeba přihlídnout jednak k rozdílné délce období (2 versus 3,5 roku), za kterou dochází k aktualizaci hodnoty WACC, a jednak ke zcela odlišné celosvětové hospodářské situaci, která se ve výpočtu ukazatele WACC odráží. Při posuzování míry vlivu hodnoty ukazatele WACC na výsledky hospodaření telekomunikačních společností je třeba též vzít v úvahu, že hodnota ukazatele WACC bezprostředně neovlivňuje celé portfolio činností telekomunikačního operátora, ale promítá se pouze do regulovaných velkoobchodních cen.

Pro porovnání hodnot ukazatele WACC v evropských zemích APMS předložila analýzu společnosti Cullen International, na základě které poukazuje na skutečnost, že z příložené analýzy lze dovozovat, že navrhovaná hodnota WACC pro Českou republiku je výrazně pod hodnotami určenými pro země Evropské unie a že postup Úřadu při výpočtu WACC byl zjevně nekonzistentní s postupy jiných regulačních orgánů.

K tomu Úřad uvádí, že mezi evropskými regulátory neexistuje jednotná závazná metodika, která by měla být použita při výpočtu ukazatele WACC. Na evropské úrovni existuje pouze dokument vydaný IRG v únoru 2007 pod názvem Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation. Postup Úřadu při výpočtu ukazatele WACC je konzistentní s doporučeními uvedenými v tomto dokumentu. Úřad po detailním

seznámení se s analýzou společnosti Cullen International shledal, že vypočtená hodnota ukazatele WACC navrhovaná v České republice od 1. 1. 2012 není mimo interval hodnot WACC v jiných evropských zemích. Je třeba zdůraznit, že k porovnání výsledků zpracovaných ve zprávě společnosti Cullen International je třeba přistupovat s vědomím rozdílného časového období, ve kterém byla hodnota WACC v jednotlivých zemích aktualizována.

Další z připomínek APMS směřovala k požadavku, aby z časové řady dat vstupujících do výpočtu byly vynechány roky 2008 a 2009, a to z důvodu, že data z finančních trhů za tyto roky jsou negativně ovlivněna dluhovou krizí.

Úřad tuto připomínku neakceptoval. Byla použita 5-ti letá časová řada dat, která zahrnuje různé fáze hospodářského cyklu. Tento postup je konzistentní s postupem ostatních regulátorů. Úřadu není známo, že by některý z regulátorů při výpočtu ukazatele WACC cíleně vynechával z časové řady dat některé roky.

V další z připomínek APMS navrhuje, aby hodnota ukazatele WACC odpovídala dividendovému výnosu společnosti Telefónica Czech Republic, a.s (dále jen „TCR“) ve výši 10 % jako vhodného etalonu pro podmínky České republiky. Tento návrh zdůvodňuje tím, že společnost TCR platí hrubý dividendový výnos ve výši 10 % a současně je financována převážně vlastním kapitálem. Úřadem navrhovaná hodnota by znamenala, že by nemohla uskutečnit žádnou novou investici, neboť Úřadem předpokládaná návratnost (nyní 8,26 %) by byla nižší, než kterou vyžadují akcionáři (10 %). APMS uvádí, že tyto argumenty by měly být vzaty v úvahu, protože v podmínkách České republiky je TCR pouze jediná společnost, jejíž akcie jsou obchodovatelné na burze a která zastupuje 40 % z celkového trhu.

Úřad se neztotožňuje s názorem, že průměrné náklady na kapitál by měly být minimálně ve výši hrubého dividendového výnosu společnosti TCR. Průměrné náklady na kapitál v odvětví elektronických komunikací nelze jednoznačně aproximovat výší dividendy stanovené valnou hromadou společnosti TCR. Skutečnost, že společnost TCR je financována převážně vlastním kapitálem, je dána spíše historicky, než tím, že by daná kapitálová struktura musela nutně být optimální.

V další z připomínek APMS srovnává vypočtenou hodnotu nákladů na vlastní kapitál v České republice a Německu (doloženo studií prof. Stehle), a na jejím základě navrhuje více zohlednit odlišné ekonomické podmínky v Německu a České republice.

Úřad, na základě předložené studie, neshledal nijak výrazně odlišný přístup k určení výše této proměnné. V obou případech byla použita metoda CAPM, hodnoty bezrizikové výnosové míry a tržní rizikové přírážky jsou v případě Německa dokonce nižší než hodnoty pro Českou republiku. Vyšší hodnota v Německu než v České republice je pouze u koeficientu beta. Tento koeficient je v obou zemích stanoven metodou porovnání koeficientů beta telekomunikačních společností kotovaných na burze za období posledních 5 let. V německé studii vstupuje do vzorku 10 společností, v České republice bylo do vzorku zahrnuto 48 společností. Takový rozsah vzorku společností Úřad nakonec použil na základě připomínek dotčených subjektů, které požadovaly rozšíření původně navrhovaného vzorku 15 společností z důvodů zpřesnění odhadované hodnoty koeficientu beta.

Další připomínky směřovaly ke konkrétním postupům použitým Vysokou školou ekonomickou ve studii, která byla podkladem pro určení hodnoty WACC Úřadem (dále jen „studie“).

APMS namítá, že zpracovatel studie odůvodňuje svůj postup výpočtu koeficientu mimo jiné domněnkou, že vysoké beta koeficienty před rokem 2004 mohou být ovlivněny „...vyšší zadlužeností telekomunikačních operátorů...“, přičemž z variantního výpočtu uvedeného ve studii je patrné, že zadlužování nastalo (dle zpracovatele) až ke konci období.

Úřad konstatuje, že závěry studie se o tuto hypotézu v zásadní míře neopírají. Dynamika zadlužení od roku 2004 ve vzorku společností použitých pro výpočet beta koeficientu (peer-group) ukazuje, že mezi roky 2004 a 2005 zadlužení peer-group na úrovni mediánu pokleslo a od roku 2005 do roku 2008 rostlo. Daleko důležitější je (rovněž ve studii zmíněná) skutečnost, že mezi roky 2001 a 2004 došlo ke splasknutí „com bubliny“ a prudkému rozvoji mobilní telefonie, což vytvořilo podmínky pro vysoké beta koeficienty. Tyto podmínky se nejspíše v dohledné době opakovat nebudou.

V další z připomínek APMS zastává názor, že ve studii není zcela jasně interpretován způsob stanovení hodnoty beta, který významně ovlivňuje výpočet nákladů na vlastní kapitál, potažmo na celkovou hodnotu ukazatele WACC.

K tomu Úřad uvádí, že všechna data a důležité výpočty byly uvedeny v podkladové studii, s výjimkou obecně známých rovnic (např. regresní rovnice výpočtu beta koeficientu), resp. časových řad cen akcií, které však lze získat jak z veřejně dostupných zdrojů, tak i ze zdrojů placených (Reuters, Bloomberg).

V další z připomínek APMS komentuje přístup k výpočtu tržní rizikové prémie akciového trhu. Úřadu není z této připomínky zcela zřejmé, co konkrétně shledává APMS na postupu výpočtu této proměnné za nesprávně provedené. Na základě připomínek dotčených subjektů Úřad určoval hodnotu této proměnné porovnáním 11 hodnot. Mezi těmito jedenácti odhady jsou i odhady založené na rizikových premiích na akciových trzích v Evropě, které jsou 4,7 % a 5,9 %. Použitý odhad se nachází těsně pod úrovní průměru z těchto dvou čísel (5,21 % versus 5,3 %).

K postupům použitým ve studii směřovala rovněž připomínka APMS k nezahrnutí specifických přírážek (např. prémie za malou tržní kapitalizaci) do výpočtu nákladů na vlastní kapitál. Úřad k této připomínce konstatuje, že nejsou důvody pro uplatnění těchto přírážek při určení hodnot ukazatele WACC v podmínkách telekomunikačního trhu v České republice (podrobněji viz tabulka vypořádání připomínek).

V poslední z připomínek APMS namítá, že změna ukazatele WACC představuje pro telekomunikační operátory významný zásah do jejich hospodaření a navrhuje, aby Úřad tento zásah zmírnil postupným snižováním hodnoty tohoto ukazatele (glide-path). Pokles by mohl být tedy rozdělen na dvě stejné části, o které by se hodnota každoročně snížila. Tímto postupným snižováním by měly společnosti ovlivněné tímto ukazatelem přiměřený časový prostor pro úpravu finančních plánů.

Úřad neshledává tuto připomínku jako odůvodněnou. Skutečnost, že hodnota ukazatele WACC bude k 1. 1. 2012 upravena Úřad avizoval již v závěru roku 2010. V dubnu 2011 byla dotčeným subjektům ke konzultaci předložena první verze studie zpracovaná Vysokou školou ekonomickou v Praze, ze které bylo patrné, že dojde k výraznému snížení hodnoty ukazatele WACC. Tento záměr Úřad dále potvrdil v rámci dalších pracovních jednání za účasti operátorů, které Úřad v rámci přípravy tohoto opatření organizoval. Telekomunikační operátoři měli tedy dostatek času promítnout tuto skutečnost do svých finančních plánů.

V tabulce vypořádání připomínek zveřejněné na diskusním místě je uvedeno znění připomínek a způsob jejich vypořádání.

Za Radu Českého telekomunikačního úřadu



PhDr. Pavel Dvořák, CSc.  
předseda Rady  
Českého telekomunikačního úřadu