

**Připomínky uplatnění k návrhu výpočtu hodnoty ukazatele WACC pro účely regulace v sektoru elektronických komunikací předložené operátorům dne 8. dubna 2011 e-mailem a prezentované na workshopu dne 19. dubna 2011.**

Čl., odst., písm., bod	Původní text návrhu	Připomínající subjekt (pořadové číslo připomínky)	Pozměňovací návrh	Stanovisko ČTÚ
Připomínky ke koeficientu beta		Telefónica Czech Republic, a.s. (1)	<p><b>Připomínky k výběru vzorku společností</b> Zpracovatel založil výběr použitého vzorku 16 společností na původně mnohem větším vzorku společností použitých v roce 2007 společností CAIB a KPMG. Přestože byl při tomto výběru (jak bylo vysvětleno na workshopu pořádaném dne 19.4.) motivován snahou vybrat tzv. konvergované společnosti, toto kritérium bylo založeno na pouhém ověření toho, zda vybraná společnost poskytuje či neposkytuje tzv. konvergované služby (definované poměrně neurčitě jako služby poskytované jak prostřednictvím fixních, tak prostřednictvím mobilních sítí), bez ohledu na to, jaký podíl na výnosech vybraných společností jednotlivě tzv. konvergované služby představují. Do výběru 16 společností se tak dostal např. belgický operátor Mobistar, strukturou svého podnikání v zásadě mobilní operátor, který se (tak jako Vodafone či T-Mobile v ČR) pokouší hledat nové zdroje tržeb i ve „fixním světě“. Nedostal se tam ovšem již řecký operátor Cosmote, který je ve stejné situaci jako Mobistar v Belgii jak na domácím řeckém trhu, tak na trhu bulharském. Obdobně se do výběru zpracovatele dostala společnost Telenet Holding NV (v zásadě belgický fixní operátor působící současně jako MVNO v síti operátora Mobistar), nikoliv však již další fixní operátoři v původním výběru KPMG a CAIB, kteří jsou v identické situaci (např. italský Fastweb působící jako MVNO v síti operátora „3“ či francouzský Iliad působící jako MVNO v síti operátora SFR).</p>	<p><b>Akceptováno.</b></p> <p>Do vzorku byly zahrnuty ty společnosti, které vstupovaly do některého ze vzorku v roce 2007, které působí na trhu jako operátor fixních nebo mobilních sítí, nebo konvergovaný operátor. Ze vzorku z r. 2007 byly vyloučeny ty společnosti, které nejsou v současnosti kótovány na burze nebo neexistují. Do vzorku bylo zahrnuto 48 společností.</p>

			<p>Výběr vzorku společností je tak v zásadě arbitrární/náhodný a je tak náchylnější k případnému (byť nezamýšlenému) ovlivnění výsledku díky své malé velikosti. Tato skutečnost je dále amplifikována tím, že u vybraných společností jsou používána historická data jdoucí více jak 5 let zpátky.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b>  <i>Použití většího vzorku společností (všech společností, které byly původně v roce 2007 vybrány CAIB a KPMG –bez ohledu na to, jak byly v té době klasifikovány z hlediska svých podnikatelských aktivit resp. jak by byly z hlediska svých podnikatelských aktivit tyto společnosti klasifikovány nyní).</i></p>	
Připomínky ke koeficientu beta		Telefónica Czech Republic, a.s. (2)	<p><b>Aplikace netransparentních dat</b>  Zpracovatel u vybraného vzorku firem pouze bez dalších úprav převzal koeficient beta uváděný prof. Damodaranem na jeho internetových stránkách. Není přitom znám přesný postup, který prof. Damodaran při stanovení těchto koeficientů použil. Jedná se tedy o „černou skříňku“, která je založena na subjektivním přístupu jedné osoby, přičemž je obtížné ověřit konzistenci předpokladů a postup výpočtu.  Během workshopu se zástupce zpracovatele vyjádřil v tom smyslu, že nebyl schopen zrekonstruovat postup výpočtu prof. Damodarana. Zástupce zpracovatele v této souvislosti pouze uvedl, že „medián koeficientů beta, které zpracovatel vypočetl, byl blízko mediánu dat od prof. Damodarana.“  Přesto je možné, že zpracovatel má přesný postup výpočtu použitý prof. Damodaranem k dispozici. Pokud ano, žádáme o jeho zpřístupnění, abychom mohli posoudit metodickou správnost. Bez znalosti tohoto přesného postupu je relevance použitých vstupů pochybná, a to zejména z následujících důvodů:</p>	<p><b>Akceptováno.</b></p> <p>Bylo dohodnuto s dodavatelem, že nebude použita publikovaná hodnota koeficientu beta, ale bude dodavatelem proveden vlastní výpočet.</p>

			<p>U TCR uvádí prof. Damodaran hodnotu koeficientu betu 0,22. Když použijeme útržky popisu metodiky, které jsou na jeho stránkách, lze usuzovat, že prof. Damodaran použil data v USD za roky 2006 až 2010 na týdenní bázi. Jako základ byl použit index PX. Když jsme dosadili tyto předpoklady a data z Bloombergu do tabulky výpočtu beta dostupné na stránkách prof. Damodarana, získali jsme koeficient 0,63. Zkoušeli jsme modifikovat všechny vstupní parametry. Koeficient beta se tak měnil, ale bohužel nikdy jsme se nedostali na hodnotu 0,22.</p> <p>Data na stránkách prof. Damodarana jsou vkládána jím samotným bez další kontroly. Pro ilustraci rizika možné špatné interpretace a kvality dat publikovaných na stránkách prof. Damodarana uvádíme dva následující případy: Zástupce zpracovatele během workshopu kategoricky odsuzoval použití vstupních dat v USD pro kalkulaci bety. Je však možné, že sám zpracovatel tento postup nevědomky použil. Z popisu prof. Damodarana totiž lze usuzovat, že ceny akcií i indexu jsou právě v USD. Na svých stránkách totiž prof. Damodaran uvádí, že výsledkem změny datového zdroje je mimo jiné i to, že veškerá data jsou v USD.</p> <p>Tabulka, ze které zpracovatel čerpá, se aktualizuje zhruba jednou za půl roku. Postupem času tak data zastarávají a přestávají odrážet současnou situaci na trzích a poslední publikované účetní výkazy jednotlivých společností.</p> <p>Například v měsíci dubnu je již k dispozici většina dat o zadlužení společností. Nicméně používaný soubor prof. Damodarana byl vytvořen v lednu a odráží tak pouze data dostupná v této době.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b></p>	
--	--	--	---	--

			Provedení transparentní kalkulace, ze které bude zřejmý použitý postup výpočtu. Použití renomovaných zdrojů dat o cenách akcií, indexů a dalších vstupů jako například Bloomberg.	
Připomínky ke koeficientu beta		Telefónica Czech Republic, a.s. (3)	<p><b>Nedostatky regresní analýzy</b> Zpracovatel neprovedl hlubší analýzu statistické významnosti zvolených koeficientů beta a použil bez dalšího všechny jím vybrané společnosti. Je tak pravděpodobné, že v použitém vzorku jsou i hodnoty, které jsou víceméně náhodné. Při našich interních pokusech o replikaci postupu prof. Damodarana se například ukázalo, že v případě společnosti TDC se koeficient determinace pravděpodobně rovná jen cca 2 %. Důvodem je jedno odlehlé pozorování, které náhodným způsobem snižuje sklon regresní přímky. Při vyřazení pochybných koeficientů beta by pravděpodobně došlo k výrazné změně použitého mediánu.</p> <p>Předpokládáme, že regresní analýzy použité k odhadu koeficientu beta trpí celou řadou dalších nedostatků. V současné době je nejsme schopni přesně identifikovat, protože neznáme přesný postup výpočtu.</p> <p>Obecně jsou používány různé úpravy bety tak, aby došlo k zohlednění různé efektivity akciových trhů a dalších specifík. Zpracovatel však tyto úpravy naprosto opomíjí. Jednou z často používaných úprav je úprava bety směrem k průměru odvětví či celému trhu je například Blumův vzorec<sup>2</sup>. Tento vzorec má výhodu ve své jednoduchosti a tak v tom, že není ovlivněn použitým vzorkem společností. Blumův vzorec je používán například agenturou Bloomberg.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b> <i>Kontrola provedených regresí a použití Blumova vzorce.</i></p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Řada autorů prokazuje platnost Blumova vzorce, zejména však na portfoliích akcií, u jednotlivých akcií tato centrální tendence nevysvětluje zdaleka takovou část variability beta koeficientu, jako u portfolií. Centrální tendence beta souvisí s tím, že beta koeficient má stochastickou podstatu. Není však jasné, zda je Bayesovská úprava vedoucí k beta rovno jedné, použitelná přímo na akcie telekomunikačních společností (Gombola a Kahl: Time-Series Processes of Utility Betas: Implications for Forecasting Systematic Risk). Objevila se také kritika Blumova článku „On the Assessment of Risk“ pro možnost, že závěry jsou ovlivněny chybou ve zpracování dat (řazení portfolií). Dále se také objevil názor (Gabrade a Rentzler: Testing the Hypothesis of Beta Stationarity), že v případě portfolií tak, jak je sestavil Blume, nelze nalézt statistiku umožňující testování centrální tendence beta koeficientů. Merger a Bulla ve svém článku Time-varying beta risk of Pan-European industry portfolio: A comparison of alternative modeling techniques konstatují, že za vývojem beta koeficientů mohou stát i fundamentální faktory.</p> <p>Ceny akcií jsou determinovány mj. očekáváními investorů na několik let dopředu. Současné beta koeficienty, jejichž výše odráží vztah výnosnosti akciového trhu a výnosnosti akcie, ukazují, že investoři hodnotí telekomunikační akcie v EU z hlediska rizika přibližně stejně již téměř 6 let.</p>
Připomínky ke koeficientu beta		Telefónica Czech Republic, a.s.	<b>Nezohlednění anomálií způsobených finanční a hospodářskou krizí</b>	<b>Neakceptováno.</b>

		(4)	<p>V souvislosti s finanční krizí v roce 2008 a následnou hospodářskou recesí mohou vést tradiční, všeobecně užívané metody stanovení koeficientu beta k nesprávným odhadům rizika. Vývoj burzovních indexů byl v období let 2008 a 2009 ve velké míře ovlivněn vývojem cen akcií společností z finančního sektoru, na jejichž razantní pokles reagoval i zbytek trhu. Během tohoto období proběhlo všeobecné přecenění celého akciového trhu na nové nižší cenové úrovni, přičemž velký pokles postihl především ceny akcií společností z finančního sektoru a společností vysoce zadlužených. U společností ze sektoru telekomunikací klesly ceny akcií relativně méně (v porovnání s celým trhem), což má za následek nízké hodnoty koeficientů beta stanovených pomocí regresní analýzy historických dat.</p> <p>Zpracovatel ve své kalkulaci tento fakt naprosto opominul a zvolené beta koeficienty porovnatelných společností tak neodráží reálný stupeň rizika.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b> Vyloučení krizových let 2008 a 2009 z výpočtu koeficientu beta.</p>	<p>Zpracovatel provedl analýzu hodnot 5-letých beta koeficientů konvergovaných telekomunikačních operátorů a dospěl k závěru, že v hodnotách beta koeficientů nedošlo v letech 2008 a 2009 k výraznějším výkyvům.</p> <p>Zpracovatel provedl propočty i dvouletých beta koeficientů konvergovaných operátorů. Medián za vybraný vzorek společností je již od roku 2006 prakticky stabilní na úrovni 0.4 - 0,6.</p> <p>Z toho lze dovodit, že „nízký“ beta koeficient (za použití pětiletých dat) není způsoben problémy let 2008 a 2009, ale že beta koeficient v roce 2007 byl vysoký, protože zahrnoval data let 2002 – 2004 (vzpamatování se trhu z com bubliny, která postihla zejména telekomunikace a internetové společnosti).</p>
Připomínky k tržní rizikové prémii	Tržní riziková premie byla získána z dotazníkového šetření prof. Pabla Fernandez de publikovaného v roce 2010. Pro Českou republiku byla premie stanovena ve výši 4,8 % na základě konsensu 6 analytiků.	Telefónica Czech Republic, a.s. (5)	<p><b>Použití arbitrární výše tržní rizikové premie</b></p> <p>V průběhu prezentace postupu výpočtu na workshopu konaném dne 19.4. zástupce zpracovatele několikrát zdůrazňoval, že jeho snahou byla maximální možná eliminace subjektivních vstupů. V této souvislosti se nabízí otázka, proč byl při stanovení tržní rizikové premie použit náhodný vzorek založený na odpovědích pouhých 6 respondentů. Zpracovatel přitom až na dvě výjimky nezná identitu těchto respondentů a ani netuší, zda jsou kompetentní se k dané problematice vyjadřovat.</p> <p>Při diskuzi během workshopu navíc byla odhalena nekonzistence odpovědí respondentů, protože dva z nich byli shodou okolností na prezentaci přítomni. Z diskuze</p>	<p><b>Částečně akceptováno.</b></p> <p>Pro aktuální přepočty byl použit odhad na základě upraveného modelu prof. Damodarana, který byl verifikován dalšími 11 odhady metodicky a geograficky nezávislými.</p>

			<p>vyplývalo, že zatímco jeden navyšoval tržní rizikovou prémii o riziko země, druhý uváděl prémii bez tohoto rizika. Výsledek použité studie je tak nevyhnutelně odrazem náhodného vzorku respondentů bez zaručení konzistentního přístupu mezi jednotlivými odpověďmi.</p> <p>Použití dotazníků není preferovaným postupem odhadu tržní rizikové premie.</p> <p><i>„Rizikové premie stanovené pomocí těchto dotazníků jsou daleko více odrazem nedávné minulosti, spíše než kvalitní prognózou do budoucnosti,“</i> uvádí prof. Damodaran.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b></p> <p>Namísto arbitrárního čísla stanoveného na základě průzkumu založeného na pouhých šesti respondentech doporučujeme použít data z každoročně aktualizované ročenky Morningstar. Podle nejnovější ročenky Morningstar vydané v březnu 2011 činí tržní rizikové premie upravená dle nabídkového modelu 5,96%.</p> <p>Neupravená premie je 6,72%.<sup>5</sup> Rádi bychom upozornili na skutečnost, že prof. Fernandez se ve svém dotazníku ptá též na zdroje, které respondenti používají při stanovení tržní rizikové premie. Z průzkumu, který je též součástí studie použité zpracovatelem, vyplývá, že Morningstar je daleko používanější zdroj pro stanovení tržní rizikové premie než výzkumy prof. Fernandez.</p>	
Připomínky k tržní rizikové prémii		Telefónica Czech Republic, a.s. (6)	<p><b>Nezohlednění rizikových přírůžek odrážejících dodatečné riziko</b></p> <p>Standardně se při odhadu WACC používají další premie odrážející dodatečné riziko, jako je například vyšší riziko menších společností.</p> <p><i>„Model CAPM kalkuluje nižší očekávanou ziskovost akcií s určitými charakteristikami, jako je malá tržní kapitalizace a nízký poměr ceny akcie vzhledem k účetní hodnotě vlastního kapitálu. Tyto ve skutečnosti nesou</i></p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Premie za malou tržní kapitalizaci prakticky nepřipadá v úvahu, protože majoritní akcionáři 3 největších českých telekomunikačních operátorů patří mezi společnosti s vysokou tržní kapitalizací a u těchto společností není žádná premie za malou tržní kapitalizaci pozorována.</p> <p>Společnost Deutsche Telecom AG (majoritní vlastník</p>

			<p>vyšší výnosy, než odhaduje model CAPM, a mnoho praktiků stanovuje dodatečnou prémii za požadovanou výnosnost (a náklady vlastního kapitálu) u společností s nižší tržní kapitalizací," uvádí již několikrát zmiňovaný prof. Damodaran.</p> <p>Vyjdeme-li z tržní premie za malou tržní kapitalizaci tak jak je uváděná Morningstar, v případě TCR by vzhledem k její tržní kapitalizaci (6 481 mil. USD) měla být použita dodatečná premie ve výši 1,01%.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b></p> <p>Navrhujeme zvýšit náklady vlastního kapitálu o prémii za malou tržní kapitalizaci zohledňující velikost regulovaných společností počítanou na základě jedné ze dvou nejčastěji používaných metodik, kterými jsou Morningstar nebo Duff &amp; Phelps. Tato premie by však měla být počítána samostatně, tj. neměla by být násobena betou.</p>	<p>T-Mobile Czech Republic a.s.) je v pořadí podle tržní kapitalizace na osmém místě z 677 společností kotovaných na německé burze, Telefonica S.A. na prvním místě na španělském akciovém trhu a Vodafone Group Plc je na sedmém místě z 1 144 společností na britském akciovém trhu.</p>
Nezohlednění podhodnocení výše WACC v minulém regulačním období		Telefónica Czech Republic, a.s. (7)	<p>WACC v minulých letech byl v důsledku krize podstatně vyšší než bylo očekávání v roce 2007, kdy byl vypočten minulý WACC. Toto podhodnocení WACC v minulém regulačním období není nijak zohledněno v aktualizované kalkulaci.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b></p> <p>Ve výsledné hodnotě WACC navrhujeme zohlednit skutečnost, že po část regulačního období, po které byly pro regulační účely uplatňovány vážené náklady kapitálu ve výši 11,5%, byla tato hodnota podhodnocena.</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Společnost Telefónica tvrdí, že hodnota ukazatele WACC byla v minulém období podhodnocena, nedoložila žádnými konkrétními argumenty ani výpočty.</p>
Připomínky k použité kapitálové struktuře	Struktura kapitálu byla stanovena jako medián kapitálové struktury 16 vybraných společností	Telefónica Czech Republic, a.s. (8)	<p><b>Použití nekonzistentních dat ke stanovení kapitálové struktury</b></p> <p>Zpracovatel stanovil kapitálovou strukturu ve výši mediánu kapitálové struktury jím vybraných společností, k čemuž využil data ze stránek prof. Damodarana. Zpracovatel neprovedl verifikaci takto získaných dat, v důsledku čehož některá odpovídají úrovni</p>	<p><b>Akceptováno.</b></p> <p>Byť verifikace dat byla původně provedena na úrovni odhadu mediánu beta koeficientu zadluženého, a to i přepočtem na medián zadlužení vzorku dat – údajů o konvergovaných operátorech, bylo nově použito výhradně dat získaných z renomovaných a spolehlivých zdrojů (výroční zprávy společností,</p>

	působících v sektoru elektronických komunikací. Data byla převzata z databáze prof. Damodarana, který stanovil kapitálovou strukturu na základě informací dostupných na začátku roku 2011.		zadlužení na konci roku 2009, jiná na konci roku 2010, podle toho, jaké vstupy byly dostupné v době, kdy je prof. Damodaran použil ke svým výpočtům. Použitá data tak nejsou vnitřně konzistentní, což zpochybňuje relevanci na jejich základě stanovené kapitálové struktury. <b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b> Verifikace údajů o kapitálové struktuře použitého vzorku vybraných společností. Použití dat vztahujících se ke stejnému období.	Reuters).
Připomínky k použité kapitálové struktuře		Telefónica Czech Republic, a.s. (9)	<b>Optimální kapitálová struktura</b> Je nutné uvědomit si, že během ekonomické krize došlo všeobecně k dramatickému poklesu tržní kapitalizace. Zároveň financující instituce snížily hranice maximálního zadlužení. Tyto dva efekty indikují pokles podílu dluhu v optimální kapitálové struktuře. V realitě však mají společnosti omezené možnosti snížit své zadlužení, a paradoxně proto došlo ke zvýšení podílu dluhu. Předpoklad, že současná kapitálová struktura je strukturou optimální, tak může být velice zavádějící. <b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b> V souvislosti s tím, že do budoucna lze předpokládat pokračující trend směrem k optimální výši zadlužení, doporučujeme stanovit kapitálovou strukturu pro kalkulaci WACC ve stejné výši jaká byla v roce 2007.	<b>Částečně akceptováno a vysvětleno.</b>  Optimální kapitálová struktura bude určena jako medián kapitálové struktury shodného vzorku společností a za shodné časové období, jako koeficient beta. Jako zdrojová data budou použita data z výročních zpráv.
Připomínky ke způsobu stanovení nákladů cizího kapitálu		Telefónica Czech Republic, a.s. (10)	Zpracovatel při stanovení nákladů cizího kapitálu nezohlednil životnost aktiv telekomunikačních společností; navíc vycházel z implicitního předpokladu, že telekomunikační společnosti používají	<b>Akceptováno.</b>  Náklady cizího kapitálu budou stanoveny jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikové prémie.



			<p>pouze jediný zdroj cizího kapitálu (tj. bankovní úvěr), čímž ignoroval jiné používané zdroje (např. dluhopisy). Navíc statistika ČNB pravděpodobně vychází z úvěrů s mnohem kratší splatností než je použita bezriziková sazba. Použitý postup je tak vnitřně nekonzistentní a ve svém výsledku vedl k podhodnocení výše nákladů cizího kapitálu.</p> <p><b>Navrhovaný postup směřující k odstranění namítaného nedostatku:</b>  <i>Využití způsobu stanovení nákladů cizího kapitálu, který v roce 2007 při svém výpočtu výše WACC použila KPMG (Prezentace KPMG: Určení postupu stanovení vzorce WACC pro účely regulace v sektoru elektronických komunikací. Fáze II – Výpočet hodnoty ukazatele WACC (7 května 2007))</i></p>	
Připomínky směřující k absenci porovnání současného vnímání rizika s vnímáním rizika v roce 2007		Telefónica Czech Republic, a.s. (11)	<p>Finanční krize roku 2008 a následná hospodářská krize roku 2009 se negativně podepsala i na sektoru elektronických komunikací, který musí čelit výraznému poklesu výnosů. Ukazuje se přitom, že ekonomiky států EU (a tedy i České republiky) se budou zřejmě s následky této krize vyrovnávat mnohem déle a pomaleji, než se původně předpokládalo – a to nejen kvůli nárůstu problémů s veřejnými financemi u stále většího množství členských států EU, ale i díky některým novým hrozbám (např. nestabilita v arabském světě a s ní spojené riziko zvýšení cen ropy). Tato situace se zákonitě podepisuje i na predikcích týkajících se vývoje výnosů sektoru elektronických komunikací pro následující období, kdy se i v případě optimističtějších předpovědí předpokládá spíše jejich stagnace (v realistických či pesimistických předpovědích pak další eroze výnosů). Nejvýznamnější podniky sektoru přitom v</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Lze souhlasit s tvrzením, že krize roku 2008 měla vliv na celou ekonomiku a tedy i na výnosy telekomunikačních společností, byť vliv krize na sektor elektronických komunikací byl menší než na jiné odvětví. Důsledkům krize by měla každá společnost (tedy i působící v regulovaném odvětví elektronických komunikací) čelit zefektivněním firemních procesů, optimalizací nákladů, úpravou produktového portfolia apod.</p> <p>Vztah mezi výnosnostmi kapitálového trhu jako celku (měřeno akciovými indexy) a výnosnostmi akcií telekomunikačních společností, měřený regresními beta koeficienty se pohybuje mezi 0,5 a 0,7 již od roku 2006 (s použitými daty pro výpočet beta koeficientů o délce 1 rok). Nelze tedy říci, že nízké beta koeficienty, které měří vztah rizika akcie k riziku celého akciového trhu, jsou způsobeny krizí nastalou v letech 2008 a 2009. Naopak, předchází vysoké míry rizika byly způsobeny „dotcom“ bublinou, kdy akcie telekomunikačních společností byly silně nadhodnoceny, a jejím následným splasknutím. V neposlední řadě je argumentem proti připomínce</p>

			nejbližší době čekají významná a investičně náročná rozhodnutí (jmenujme např. připravovanou aukci na spektrum a s ní spojené budování sítí čtvrté generace, další rozšiřování sítí třetí generace či případné další investice do fixních širokopásmových sítí), což nadále zvyšuje nejistotu investorů a věřitelů (a tím i vnímané riziko) ohledně jeho dalšího vývoje.	společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. skutečnost, že jak konjunktury, tak i recese, jsou běžnou součástí ekonomické reality a nelze je svévolně vyloučit z propočtů.  Zvýšené riziko akciového trhu jako celku bylo reflektováno v odhadu rizikové prémie akciového trhu, který, ač odhadnut odvozením z vyspělých akciových trhů, je velmi
Připomínky směřující k absenci porovnání současného vnímání rizika s vnímáním rizika v roce 2007		Telefónica Czech Republic, a.s. (12)	Byť se Česká republika vyznačuje výrazně nižší mírou zadluženosti, než státy EU, které již přímo čelí dluhové krizi (Řecko, Irsko) či stojí na jejím prahu (Portugalsko, Španělsko), ani ona nebyla dosud schopna zastavit další růst deficitů veřejných financí – lze proto předpokládat, že riziko země (jakožto Byť se Česká republika vyznačuje výrazně nižší mírou zadluženosti, než státy EU, které již přímo čelí dluhové krizi (Řecko, Irsko) či stojí na jejím prahu (Portugalsko, Španělsko), ani ona nebyla dosud schopna zastavit další růst deficitů veřejných financí – lze proto předpokládat, že riziko země (jakožto	<b>Text neobsahuje připomínku, bez vypořádání.</b>
Připomínky směřující k absenci porovnání současného vnímání rizika s vnímáním rizika v roce 2007		Telefónica Czech Republic, a.s. (13)	Protože platí, že čím je riziko vyšší, tím vyšší je i míra výnosu požadovaná investory a věřiteli, lze se za této situace důvodně domnívat, že více než 40% pokles kalkulované hodnoty WACC mezi roky 2007 a 2011 (z 11.5% na 6,68%) je v přímém rozporu s ekonomickou teorií i praxí. TCR se při porovnání případných rozdílů ve vnímání rizika v současné době a v roce 2007 nespolehla pouze na výše zmiňované úvahy, ale provedla i analýzu toho, jak se toto riziko změnilo v pojetí CAPM. Protože CAPM chápe riziko jako možnou volatilitu budoucí výnosnosti dané investice, TCR provedla srovnání očekávané volatilit	<b>Text neobsahuje připomínku, bez vypořádání.</b>

			<p>akciových trhů dnes a v roce 2007. Jedním z nejvíce používaných indikátorů očekávaného rizika je VIX index. VIX měří implicitní volatilitu pro put a call opce na index S&amp;P 500, s nimiž se obchoduje na Chicago Board Options Exchange. V souvislosti s měřením rizika zmiňuje index VIX i Graham a Harvey, na které se ve svém výpočtu zpracovatel odkazuje.</p> <p>Na grafu níže ( v <i>textu vložen graf</i>) je vidět vývoj indexu VIX od března roku 2006. Z grafu je dobře patrná finanční krize v letech 2008 a 2009. Od té doby došlo k poklesu implicitních volatilit, nicméně stále se pohybujeme nad úrovní počátku roku 2007, kdy byl stanoven minulý WACC. VIX tak indikuje, že vnímané riziko akciových trhů je stále nad úrovní roku 2007. Z tohoto pohledu proto TCR nevidí žádný důvod k poklesu WACC (natožpak k poklesu takto zásadnímu).</p>	
Navrhovaná hodnota aktualizované výše WACC neodpovídá benchmarku		Telefónica Czech Republic, a.s. (14)	<p>Aktualizovaná hodnota WACC ve výši 6,68% je v porovnání s benchmarkem (hodnotami WACC používanými pro regulační účely v jiných členských státech EU – viz následující grafy) evidentně hodnotou extrémní; pokud by se Úřad rozhodnul stanovit hodnotu WACC na této úrovni, jednalo by se v současné době o vůbec nejnižší známou hodnotu WACC používanou v EU pro regulaci fixních resp. mobilních sítí. Tato skutečnost sama o sobě signalizuje, že předložený výpočet aktualizované hodnoty WACC je založen na určitých fundamentálních pochybeních (zdroje těchto pochybení a způsoby jejich korekce jsou uvedeny v předchozích připomínkách).</p>	<b>Text neobsahuje připomínku, bez vypořádání.</b>
Metodika		T-Mobile Czech Republic a.s. (15)	<p>První část připomínek směřuje k metodice, která vedla k výpočtu hodnoty ukazatele WACC. Tato metodika byla navržena v roce</p>	Úpravy metodiky viz Vypořádání připomínek společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

			<p>2007 po vzájemné dohodě, ovšem od uvedeného roku došlo k několika významným <b>negativním změnám na světových trzích</b> (finanční krize, problematické financování některých zemí Evropské Unie), které již v současné metodice nejsou reflektovány.</p> <p>Jedním z fundamentů, které by se měly v ukazateli WACC odrážet, jsou souhrnné investiční podmínky v daném odvětví a s nimi spojené riziko pro subjekty na daném trhu působící. Z hodnoty určené zpracovatelem vyplývá, že <b>rizikovost sektoru</b> elektronických komunikací dosáhla ve sledovaném období velmi nízké úrovně. Takovéto tvrzení ovšem odporuje ekonomické realitě, neboť i sektor elektronických komunikací byl zasažen ekonomickou/finanční krizí, což se projevilo na ekonomických a investičních výhledech odvětví.</p>	
Metodika		T-Mobile Czech Republic a.s. (16)	<p>Další úskalí použité metodiky spatřuje T-Mobile v použití dat, která jsou spočtena na základě historických hodnot jednotlivých vstupních ukazatelů. Jelikož výstupní hodnota ukazatele WACC bude následně sloužit pro delší časové období, je důležité určit i predikovanou hodnotu (<b>forward-looking</b>) u jednotlivých vstupů, aby v souhrnném ukazateli bylo s budoucím vývoje kalkulováno.</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Pro odhad hodnoty bezrizikové úrokové míry je běžnou praxí využití historických dat jako vhodného indikátoru budoucího chování trhu, protože u dlouhodobých státních dluhopisů jsou v úrokových sazbách zahrnuty očekávání investorů.</p> <p>Úprava hodnoty koeficientu beta na hodnotu forward-looking (pomocí Blumova vzorce) viz vypořádání připomínky č. 3</p>
Vstupní hodnoty - koeficient beta a D/E		T-Mobile Czech Republic a.s. (17)	Použití jiného zdroje dat, ne databázi prof. Damodarana.	<b>Akceptováno.</b>
Vstupní hodnoty - prémie za tržní		T-Mobile Czech Republic a.s.	Použití metodu stanovení prémie úpravou	<b>Vysvětleno a částečně akceptováno.</b>

riziko		(18)	rizikové prémie z efektivních trhů dle následujícího vzorce: $R_m - R_f = R_m - \text{vyspělý trh} - R_f - \text{vyspělý trh} + R_f \text{ cílová země} - R_f \text{ vyspělý trh}$	Viz připomínka č. 5
Vstupní hodnoty – náklady na cizí kapitál		T-Mobile Czech Republic a.s. (19)	Přikláníme se k názoru, že vhodnější alternativou je výpočet nákladů na cizí kapitál jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky, která by byla odvozena od ratingu obligací vydaných telekomunikačními společnostmi (evropské případně lokální), které jsou publikovány např. zpravodajskou agenturou Reuters.	<b>Akceptováno.</b> Viz připomínka č. 10.
Úpravy metodiky		T-Mobile Czech Republic a.s. (20)	Společnost T-Mobile na základě výše uvedených připomínek a připomínek uvedených v příložené expertní zprávě navrhuje následující možné postupy. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Provést zpracovatelem dodatečné úpravy v použité metodice, které by vedly k výsledku, jenž by odpovídal tržní situaci. K tomu může například sloužit i benchmark mezi ostatními zeměmi Evropské Unie, neboť hodnota určená zpracovatelem tvoří absolutně nejnižší hodnotu ukazatele na regulovaných trzích elektronických komunikací.</li> <li>• Případným řešením může být vytvoření metodiky zcela nové, která již bude lépe reflektovat aktuální situaci na trzích. Rovněž se nabízí i varianta, kdy by byl ukazatel WACC vypočten až za delší časové období (např. na jaře 2012), díky čemuž by došlo k maximální očištění od negativních vlivů z minulých let, které způsobily nadměrné kolísání vstupních hodnot.</li> </ul>	<b>Akceptováno</b> Metodika byla upravena – viz připomínky výše.
Zadlužený koeficient		Vodafone Česká	Z prezentace předložené na pracovní schůzce	<b>Akceptováno.</b>

beta		republika,a.s. (21)	19. dubna 2011 na ČTÚ se jeví, že při výpočtu koeficientu Beta nebyla zohledněna česká daňová sazba. Dále u koeficientu beta nebylo provedeno oddlužení odrážející daňovou sazbu příslušného státu a následně zadlužené odrážející daňovou sazbu v České republice. Proto koeficient Beta neodpovídá v dostatečné míře podmínkám ČR.	
Zadlužený koeficient beta		Vodafone Česká republika,a.s. (22)	<p>Způsob výpočtu koeficientu Beta navrhovaný ve výše zmíněné prezentaci, by za běžných okolností pravděpodobně přinesl poměrně přijatelný odhad. Nicméně, vzhledem k výjimečné situaci na trhu po krizi v letech 2008 až 2010 není podle našeho názoru takto získaný odhad parametru vhodný pro nastávající regulační období, protože přenáší tržní poměry z krize na následné po-krizové období.</p> <p>V letech 2004 – 2005 je pozorovaná Beta (medián) vyšší než 1,2, v letech 2006-2007 se beta pohybuje okolo hodnoty 0,9 a v období 2008 – 2010 ve výši 0,535-0,725. Důvodů pro tento vývoj může být několik, například:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- změny v charakteru podnikání v sektoru telekomunikací;</li> <li>- důsledek finanční krize, která vypukla v roce 2008.</li> </ul> <p>Domníváme se, že podstatné snížení Bety v roce 2008 a následujících letech je dáno příchodem ekonomické krize, kdy telekomunikace byly vnímány méně rizikově v porovnání s trhem a proto vykazují nižší Betu. Tato situace je historicky výjimečná a lze předpokládat, že se nebude v nejbližší době opakovat.</p>	<b>Přípomínka neobsahuje žádný konkrétní návrh řešení, bez vypořádání.</b>
Zadlužený koeficient beta		Vodafone Česká republika,a.s. (23)	Vzhledem k výše uvedeným argumentům hodnotu koeficientu Beta 0,535 nelze považovat za vhodný odhad Bety v sektoru telekomunikací v České republice pro další regulační období.	<b>Částečně akceptováno.</b> Metodika výpočtu koeficientu Beta byla upravena, viz přípomínka č. 1 a 2 Řešení navrhované společností Vodafone není ani možné akceptovat, když i přímo v textu přípomínky je

			<p>Možnost, jak zmírnit výše uvedené nedostatky, představuje tento postup: Pro vyhodnocení parametru Beta uvažovat delší období (7 let). V případě výrazných a prudkých změn na trhu, lze tímto způsobem získat odhad dlouhodobé úrovně koeficientu Beta. Nicméně vzhledem ke složitosti problematiky by správná aplikace prodloužení horizontu vyžadovala hlubší analýzu.</p>	<p>naznačena pochybnost o jeho vhodnosti – viz „<i>Nicméně vzhledem ke složitosti problematiky by správná aplikace prodloužení horizontu vyžadovala hlubší analýzu.</i>“ Žádná taková analýza, dokazující, že navržený přístup dává spolehlivější výsledky, doložena nebyla.</p>
Riziková prémie českého akciového trhu		Vodafone Česká republika, a.s. (24)	<p>Hodnota navrhovaná ze strany zpracovatele (4,8%) vychází, jak je zmíněno v předložené prezentaci, rovněž z odpovědi 6 analytiků v České republice. Soubor 6 pozorování je, dle našeho názoru, málo reprezentativní, a tudíž je náchylný ke statistické chybě. Dále není definován způsob výběru vzorku. Proto nemusí správně reflektovat tržní podmínky. Dle našeho názoru je hodnota ERP použitá pro Českou republiku zatížena chybou, což potvrzuje srovnání s hodnotou ERP pro USA 5,1% uvedená ve stejné studii (Fernandez a Del Campo). ERP pro rozvinutý trh by mělo být nižší nebo rovné hodnotě ERP pro rozvíjející se trh z důvodu, že na méně rozvinutém trhu zpravidla investoři vnímají dodatečná rizika související s investicemi (legislativa, likvidita, informativnost). Studie vykazuje některé další nesrovnalosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- u České republiky jsou si první a třetí kvartil rovny hodnotě 5,5%, což nemůže nastat, pokud je medián 4,8%,</li> <li>- ve studii je zmíněná hodnota 0,7% jako minimum hodnoty ERP v celém vzorku (v tabulce uvedeno na řádku nazvaném „Grand Total“), avšak toto číslo se jako minimum neobjevuje u žádné země.</li> </ul> <p>Pro rozvinuté trhy je všeobecně přijímaná ERP ve výši 5,0%. Hodnota pro Českou republiku by měla být nad tímto prahem. Proto, že se názory odborné veřejnosti na její</p>	<p><b>Vysvětleno a částečně akceptováno.</b> Viz připomínka č. 5.</p>

			<p>přesnou výši rozchází, jako prahová hodnota by měla být použita ERP pro rozvinutý trh, tedy 5,0%. Pro zohlednění dodatečného rizika investice do akciového trhu v České republice je možné použít ERP pro Českou republiku ze zdroje Damodoran.com a tuto sazbu snížit o rizika země, které jsou již obsaženy ve zvolené bezrizikové sazbě (např. riziko země ze zdroje Damodaran.com ve výši 0,85), aby nebylo v modelu riziko země (country risk) započteno dvakrát. Tímto postupem získáme hodnotu získáme hodnotu 5,43% (6,28 – 0,85).</p>	
Náklady cizího kapitálu		Vodafone Česká republika, a.s. (25)	<p>Pro stanovení nákladů cizího kapitálu byly použity údaje ze zdrojů České národní banky pro úvěry nad 30 mil. Tento výběr nepovažujeme za dostatečně odůvodněný. Kromě limitu velikosti úvěru nejsou známy další údaje jako např. o počtu poskytnutých úvěrů, jakým subjektům (odvětví?) byly tyto úvěry poskytnuty, na jak dlouhé období atd. Na druhou stranu nejsou zahrnuty další formy financování, např. kontokorenty. Navíc volatilita (-10% až 30%) uvedené časové řady je příliš velká, aby mohla být považována za reprezentativní vzorku.</p> <p>Za těchto podmínek by jsme za korektní postup ohodnocení nákladů cizího kapitálu považovali na základě tzv. „debt premium“ a „risk free“, přičemž debt premium by se mohlo být stanoveno porovnáním bondů telekomunikačních společností a bezrizikové sazby dluhopisů. Po připočtení k bezrizikové sazbě by odhadované náklady cizího kapitálu tedy byly na úrovni cca 4,7%.</p>	<b>Akceptováno.</b>
D/E v tržních hodnotách		Vodafone Česká republika, a.s. (26)	<p>Ukazatel D/E je stavová veličina a z tohoto důvodu odráží stav v daném momentu. Je pravda, že pro její výpočet je použita 5leté období, ale toto období je silně ovlivněno jednou z největších krizí v historii a váha period silně ovlivněných krizí je více než významná.</p> <p>Jelikož údaje jsou použity jako vstup pro výpočet ukazatele WACC, jenž má být použit</p>	<b>Částečně akceptováno.</b> Viz připomínka č. 8



			pro regulaci budoucích období, měly by reflektovat budoucí stav. V případě, že vstupní parametry jsou získány z období, které se vyznačují výjimečným stavem, měly by být tyto nestandardní podmínky zohledněny. Jako řešení navrhuje průměr hodnot D/E za delší časové období. Při použití sedmiletého průměru je D/E 55,70%.	
Shrnutí		Vodafone Česká republika, a.s. (27)	<p>Na základě uvedeného jsme přesvědčeni, že současný návrh výpočtu ukazatele WACC vykazuje nedostatky a to z následujících důvodů:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- uvedená kalkulace nebere v potaz výjimečnou situaci v letech 2008-2010 a nejsou provedeny žádné korekce. Jelikož výstup z kalkulace má sloužit pro regulaci v příštích obdobích měly by být tyto skutečnosti zohledněny</li> <li>- některé parametry vykazují nekonzistenci s obecně přijímanými tezemi, případně jsou brány v úvahu pouze vybrané skutečnosti (riziková prémie českého vs. rozvinutého trhu, nákladů cizího kapitálu)</li> <li>- celkový WACC nereflktuje reálnou rizikovitost telekomunikačního sektoru v příštích obdobích, naopak ho považuje za relativně bezpečné odvětví, což dokazuje výsledný WACC ve výši 6,68%. To odpovídá sazbě po dani 5,41%, co je pouze o 1,25% víc než bezriziková sazba uvedená v předložené prezentaci.</li> </ul>	<p><b>Připomínka neobsahuje žádný konkrétní návrh řešení, bez vypořádání.</b></p> <p>Není uveden a odůvodněn žádný konkrétní návrh, jak korekce provést tak, aby byla vzata v potaz hospodářská situace v letech 2008 - 2010 (hospodářská krize).</p> <p>Metodika některých parametrů byla upravena viz vypořádání připomínek výše.</p> <p>V důsledku provedených úprav v metodice bude výsledná hodnota WACC upravena.</p>
Shrnutí		Vodafone Česká republika, a.s. (28)	<p>Nesprávné případně opomíjené skutečnosti vedou k nesprávným parametrům vstupujícím do kalkulace ukazatele WACC.</p> <p>Z výše uvedených důvodů nepovažujeme navrhovanou hodnotu WACC 6,68% za odpovídající míru návratnosti kapitálu pro účely regulace v telekomunikačním sektoru v příštích obdobích a žádáme zohlednit námi uvedené argumenty.</p>	<p><b>Připomínka neobsahuje žádný konkrétní návrh řešení, bez vypořádání.</b></p>

			Zároveň rovněž dodáváme, že ačkoliv jsme se v předložených připomínkách vyjadřovali pouze k naplnění stávající metodiky WACC, stojíme plně za připomínkami k metodice WACC zaslanými APMS dopisem z 29.4.2011, které vznášejí otázku nad vhodností stávající metodiky samotné.	
--	--	--	--	--

Pozn.: připomínky APMS ze dne 29. 4 .2011 doručené PRÚ obsahují shodné návrhy a doporučení jako připomínky jednotlivých operátorů výše uvedené.