

**Připomínky uplatněné k návrhu opatření obecné povahy č. OOP/4/XX.2011-Y, 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.**

Čl., odst., písm., bod	Původní text návrhu	Připomínkový subjekt (pořadové číslo připomínky)	Pozměňovací návrh	Stanovisko ČTÚ
		APMS (1)	<p><b>Agresivní změna hodnoty ukazatele WACC</b>  Hodnoty v OOP4 byly původně stanoveny v roce 2006 ve výši 11,18% pro stanovený podnik zajišťující veřejné pevné komunikační sítě, resp. 13,26% pro stanovený podnik zajišťující veřejné mobilní sítě. V roce 2006 došlo ke sjednocení sazby WACC pro mobilní i pevné sítě a hodnota ukazatele byla stanovena ve výši 11,5%, přičemž tento pokles vyjadřoval nejen snížení očekávané míry rizika investorů, resp. očekávané výnosnosti a na ní navázaného rizika, ale zároveň byl způsoben právě sjednocením sazby WACC, neboť sazba WACC pro fixní sítě je zpravidla nižší, než sazba pro sítě mobilní (tak tomu ostatně bylo před rokem 2008 i v České republice).</p> <p>V letoším roce (2011) byla provedena nová revize hodnoty ukazatele WACC, kdy Zpracovatel došel k hodnotě 8,26%. Tato změna představuje velmi razantní zásah do ukazatele, u kterého každá změna v řádu desetin procenta má vliv na výsledky telekomunikačních společností v řádu milionů Kč. Razance navrhovaného zásahu je patrná zvláště v případě, kdy srovnáme velikost nyní navrhované změny s její velikostí v roce 2008, snadno nahlédneme, že nyní navrhované snížení (pokles o 28% z původní hodnoty) je více jak dvojnásobné oproti tomu, které Úřad aplikoval v roce 2008 (pokles o 13% z původní hodnoty).</p> <p>U takto agresivního, více jak čtvrtinového,</p>	<p><b>Text neobsahuje návrh na změnu, bez vypořádání.</b></p> <p>Poměrové změny hodnot mezi roky 2006 – 2008 a 2008 – 2011 mají jen minimální vypovídací hodnotu.</p> <p>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.</p> <p>Dále je třeba vzít v úvahu, že při výpočtu hodnoty WACC platné do roku 2008 byla hodnota bezrizikové úrokové míry stanovena na základě predikce vývoje výnosnosti státního dluhopisu CZ0001000822, a to v intervalu 4,7-4,93 %. Jak ukazuje vývoj výnosnosti tohoto státního dluhopisu, hodnota výnosnosti od druhé poloviny roku 2009 výrazně klesá. Je tedy zjevné, že předikovaná hodnota této proměnné použitá v roce 2008 byla z dlouhodobého hlediska nadhodnocena.</p> <p>Při posuzování míry vlivu hodnoty ukazatele WACC na výsledky hospodaření telekomunikačních společností je třeba vzít v úvahu, že hodnota ukazatele WACC bezprostředně neovlivňuje celé portfolio činností telekomunikačního operátora, ale promítá se pouze do regulovaných velkoobchodních cen některých služeb.</p>

			<p>snížení hodnoty ukazatele WACC, lze tedy 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 disponibilních zdrojů na budoucí investice (neboť hodnota CAPEX je dlouhodobě udržována v určitém poměrně stabilním poměru k celkovým tržbám).</p>	
		APMS (2)	<p><b>Evropský benchmark</b></p> <p>V příloze těchto připomínek APMS jsou doplněny dvě zprávy společnosti Cullen International, které srovnávají výši ukazatele WACC v jednotlivých státech Evropy. Hodnoty jsou převedeny do níže uvedené tabulky (tabulka viz text připomínek), kde je patrné, jak nízké hodnoty v porovnání s ostatními zeměmi bylo při výpočtu ukazatele WACC pro Českou republiku dosaženo, z čehož lze usuzovat na rozdílnost přístupu Úřadu od významné části evropských regulátorů.</p> <p>K zmíněné tabulce lze doplnit, že hodnoty byly seřazeny dle výše sazby WACC za mobilní sektor, přičemž srovnání provedené dle výše WACC pro fixní sektor by dopadlo velmi obdobně, kdy kromě Německa nižší hodnoty WACC používají pouze Švýcarsko (5,40%), Dánsko (6,90%) a Nizozemí (7,38%). U několika výše uvedených států (Velká Británie, Španělsko, Maďarsko a Finsko) národní regulátor stanovil více hodnot ukazatele WACC, pro větší transparentnost argumentace APMS byla v uvedené tabulce ovšem použita nejnižší hodnota z daného rozsahu.</p> <p>Z výše uvedeného můžeme dovozovat, že navrhovaná hodnota WACC pro Českou republiku je výrazně pod hodnotami určenými pro země Evropské unie, přičemž je třeba vzít</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Při porovnávání výsledků zpracovaných ve zprávě společnosti Cullen International je třeba mít na vědomí rozdílné časové období, ve kterém byla hodnota WACC v dané zemi aktualizována.</p> <p>Jak dokládá přiložená zpráva společnosti Cullen International, vypočtená hodnota ukazatele WACC, která bude v České republice platná od 1. 1. 2012, není mimo interval hodnot WACC v jiných evropských zemích.</p> <p>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 <i>Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation</i>. Postup Úřadu při výpočtu ukazatele WACC je konzistentní s doporučeními uvedenými v tomto dokumentu.</p> <p>Při porovnání hodnot, vyplývajících z průzkumu společnosti Cullen International, je nutné vzít v úvahu, že např. hodnota 10,05 % pro mobilní, resp. 9,61 % pro pevné sítě, uvedené pro Belgie jsou platné od května 2010, v té době byla v ČR (a do konce roku 2011 je) hodnota 11,5 %. Hodnota 10,48 % pro mobilní sítě uvedená pro Rakousko je platná od roku 2009 a je v období 2009 – 2011 nižší než hodnota stanovená pro ČR. Obdobně hodnota 11,78 %, resp. 10,40 % pro Francii je platná od ledna 2010.</p>

			<p>dále v úvahu fakt, že pro Českou republiku je hodnota určena jak za fixní tak i za mobilní síť, což znamená, že by se výsledný ukazatel WACC měl pohybovat mezi hodnotami vypočtenými pro jednotlivé státy. Ve skutečnosti ovšem navrhovaný ukazatel WACC je pod těmito hodnotami, což demonstruje skutečnost, že jeho hodnota neodpovídá realitě a současnému prostředí České republiky, neboť je těžko představitelné, že by investoři považovali za více rizikové země jako je Velká Británie, Rakousko, Belgie, Francie a další v tabulce uvedené státy, jež se pohybují nad hranicí 8,26% navrhovanou Úřadem (a v souvislosti s tím tedy v těchto zemích požadovaná vyšší návratnost investice).</p> <p>Výše uvedené hodnoty WACC pak logicky vedou k závěru, že postup Zpracovatele (studie – pozn. ČTÚ) při výpočtu WACC byl zjevně nekonzistentní s postupy jiných regulačních orgánů, vzhledem k tomu, že ve Studii WACC byly použity hodnoty veřejně obchodovatelných společností (vzorek 49 společností) z celé Evropy, nedává dost dobře smysl výsledná hodnota ukazatele, jež se oproti benchmarku pohybuje na jeho dolní hranici, navíc za situace, Zpracovatel následné hodnoty upravil pro podmínky České republiky, která se vyznačuje vyšší rizikovostí pro investory než část zemí Evropské unie.</p> <p>Jako řešení této abnormální situace navrhuje, aby byly dané hodnoty ostatních evropských regulátorů použity jako benchmark pro uvedení hodnoty WACC na reálnou úroveň podmínek České republiky.</p>	<p>Lze tedy předpokládat, že i další evropští regulátoři budou hodnotu aktualizovat a není vyloučeno (a z příložené studie zpracované pro Německo to lze i dovozovat), že hodnota WACC se bude i v těchto zemích snižovat.</p>
		APMS (3)	<p><b>Dvě varianty navrhované zpracovatelem</b></p> <p>V připomínkách, které byly vneseny na základě workshopu, jenž se konal dne 19. dubna 2011, bylo na několika místech</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Jak již bylo uvedeno v APMS citovaném vypořádání připomínek, Úřad na základě provedené citlivostní</p>

		<p>komentováno to, jak se Zpracovatel/Úřad vyrovnal s roky 2008 a 2009 (konkrétně připomínky č. 4 a 11), kdy byly (nejen) finanční trhy negativně ovlivněny dluhovou krizí, jejímž výsledkem bylo náhlé (v období dvou až tří měsíců) a výrazně zvýšení volatility hodnot veškerých tradičních ukazatelů používaných při výpočtu WACC a kdy trvalo více jak rok než došlo k postupnému „uklidnění“ situace.</p> <p>Zpracovatel se s touto problematikou vypořádal tak, že provedl citlivostní analýzu a připravil dvě varianty ukazatele WACC, přičemž v první variantě s roky 2008 a 2009 nepočítal, zatímco ve druhé variantě tyto roky do svého výpočtu zahrnul. Na základě výše uvedené úvahy došel zpracovatel k výsledkům, které jsou uvedeny v tabulce:</p> <p>Nezahrnutí roku 2008 a 2009....9,19 % Zahrnutí roků 2008 a 2009 .....8,26%</p> <p>Z výše uvedené tabulky je patrné, že roky 2008 a 2009, během nichž došlo díky dluhové krizi k výraznému narušení integrity kapitálových trhů, mají poměrně značný vliv na výslednou hodnotu WACC. Výpočet Zpracovatele je tak v rozporu s jeho předchozím tvrzením, že roky 2008 a 2009 na výslednou hodnotu ukazatele WACC žádný vliv nemají. Z porovnání Zpracovatelem dosažených hodnot totiž vyplývá, že při použití varianty se zahrnutím roků 2008 a 2009 došlo k podhodnocení výsledku o 10% oproti variantě, kdy tyto roky zahrnuté nebyly.</p> <p>Z tohoto důvodu není tedy plně srozumitelné, proč jako navrhovaná nová hodnota výše WACC, nebyl požit výsledek, jenž byl určen na základě kontinuálního vývoje na finančních trzích a tudíž není vystaven dramatickým vlivům (výše zmíněnému náhlému zvýšení volatility tradičních ukazatelů). Zpracovatel se</p>	<p>analýzy u hodnot 5-letých beta koeficientů konvergovaných telekomunikačních operátorů dospěl k závěru, že v hodnotách beta koeficientů nedošlo v letech 2008 a 2009 k výraznějším výkyvům.</p> <p>Byl též proveden propočet dvouletých beta koeficientů konvergovaných operátorů. Medián za vybraný vzorek společností je již od roku 2006 prakticky stabilní na úrovni 0.4 - 0,6. Z toho lze dovodit, že „nízký“ beta koeficient (za použití pětiletých dat) není způsoben problémy let 2008 a 2009, jak namítá APMS, 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> <p>Jak konjunktury, tak recese jsou přirozenou součástí hospodářského cyklu a nelze je svévolně vyloučit z propočtů.</p> <p>Zvýšené riziko akciového trhu jako celku bylo reflektováno v odhadu rizikové prémie akciového trhu, který, ač odhadnut odvozením z vyspělých akciových trhů, je velmi blízký odhadu implikované rizikové prémie českého akciového trhu.</p> <p>APMS ve svých připomínkách neuvádí, že by některý z evropských regulátorů roky 2008 a 2009 při výpočtu WACC nezohledňoval. ČTÚ tedy nepovažuje použití vzorku dat za období 2006 – 2011 za postup nekonzistentní s postupem ostatních regulátorů. Jednou z příloh připomínek APMS je studie prof. Stehle, avšak ČTÚ ani v této studii neshledal, že byl uplatněn APMS požadovaný přístup.</p>
--	--	--	--

			<p>k vyloučení uvedených roků vyjadřuje na straně 18 a 19 při argumentaci týkající se výpočtu koeficientu beta a dále uvádí krátkou poznámkou na str. 32, se kterou APMS nesouhlasí, neboť nezahrnutí roků 2008 a 2009 bylo zcela jednoznačně a průkazně komentováno a argumentováno ve výše zmiňovaných připomínkách č. 4 a 11, přičemž tato argumentace je v těchto připomínkách dále doplněna na základě citlivostní analýzy provedené zpracovatelem.</p> <p>Jako řešení tedy navrhuje použít ukazatel WACC ve výši 9,17 %, který lépe odpovídá reálným předpokladům v České republice, potažmo podmínkám světových finančních trhů, ze kterých výpočet ukazatele WACC vychází a není ovlivněn náhlými dramatickými výkyvy, kterým byly (nejen) evropské trhy v letech 2008 a 2009 vystaveny.</p>	
		APMS (4)	<p><b>Podmínky České republiky</b></p> <p>Jelikož se v podmínkách České republiky nachází pouze jedna společnost, jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné (Telefónica Czech Republic a.s.), která ovšem zastupuje cca 40% celkového trhu, měl Zpracovatel dle názoru APMS vzít v úvahu i ukazatele spojené s touto společností.</p> <p>Jedním z nejvýznamnějších ukazatelů je ukazatel dividendového výnosu, který vyjadřuje míru očekávání investorů (akcionářů), jakým způsobem bude zhodnocena jejich investice. Pro společnost Telefonica Czech Republic a.s. platí hrubý dividendový výnos ve výši 10%. Zároveň je společnost financována převážně vlastním kapitálem. Úřadem navrhovaná nová hodnota WACC by (zjednodušeně řečeno) znamenala, že by nemohla uskutečnit žádnou novou investici, neboť její Úřadem předpokládaná návratnost (nyní 8,26%) by byla nižší, než</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>ČTÚ nesouhlasí s názorem, že průměrné náklady na kapitál by měly být minimálně ve výši hrubého dividendového výnosu společnosti Telefonica Czech Republic a.s., a to aktuálně ve výši 10 %. Průměrné náklady na kapitál v odvětví elektronických komunikací nelze jednoznačně aproximovat ve výši dividendy stanovené valnou hromadou společnosti Telefonica Czech Republic. Skutečnost, že tato společnost je financována převážně vlastním kapitálem, je dána spíše historicky, než tím, že by daná kapitálová struktura musela nutně být optimální.</p>

			<p>kteřou vyžadují akcionáři (10%).</p> <p>Na základě této připomínky APMS navrhuje stanovení ukazatele WACC ve výši dividendového výnosu společnosti Telefónica Czech Republic a.s. ve výši 10% jako vhodného etalonu pro podmínky České republiky.</p>	
		APMS (5)	<p><b>Srovnání s německým regulátorem</b></p> <p>Jedním z rozporů studie WACC s reálnými podmínkami v České republice, resp. při porovnání s dalšími regulovanými zeměmi, je použití jednotlivých ukazatelů. Německý regulátor postupoval podobným způsobem jako Úřad, kdy si nechal zpracovat studii akademickými pracovníky (konkrétně prof. Richard Stehle, Ph.D. z Institutu Bankovních, burzovních a pojišťovacích věd Humboldtovy Univerzity v Berlíně).</p> <p>V této německé studii vychází prof. Stehlemu výše WACC 7,94% (dvě stejné hodnoty pro fixní i mobilní síť) což je pouze o několik desetin méně než hodnota navrhovaná Úřadem, což by ve svém důsledku znamenalo, že Česká republika je na srovnatelné úrovni s Německem, co se týče vnímání rizika plynoucího z dané investice. Tento výsledek ukazuje logickou nedokonalost přístupu aplikovaného Zpracovatelem, kdy je úroveň České republiky (z pohledu vnímání rizika investory) dána téměř na stejnou úroveň jako Německo, považované za nejstabilnější ekonomiku Evropy (možná i celého světa).</p> <p>Tento rozpor s německou studií je dále vidět např. i ve srovnání provedeném pro výnosnost vlastního kapitálu, kde očekávané náklady vlastního kapitálu před zdaněním činí dle německé studie 7,76 % (viz str. 110 studie prof. Stehleho), zatímco v Úřadem navrhované verzi ukazatele WACC byla použita hodnota</p>	<p><b>Neakceptováno.</b></p> <p>Do výpočtu WACC vstupuje, jak uvádí APMS, hodnota nákladů na vlastní kapitál před zdaněním, která činí 9,162 %. APMS pravděpodobně ve svých připomínkách hodnotu před zdaněním/po zdanění zaměňuje.</p> <p>Náklady vlastního kapitálu byly ve studii v ČR vypočtené z hodnot:</p> <p>bezriziková úroková míra: 4,384 %, beta 0,5824 a tržní riziková prémie: 5,21 %.</p> <p>V německé studii:</p> <p>bezriziková úroková míra: 4,07 %, beta 0,78 a tržní riziková prémie: 4,73 %.</p> <p>Z výše uvedeného je zřejmé, že nepatrně nižší hodnoty v německé studii je dosaženo vyšší hodnotou beta (ostatní hodnoty jsou v porovnání s ČR nižší). Výše hodnoty beta je ovlivněna použitým vzorkem společností a období, které je uvažováno.</p> <p>Ve studii v ČR bylo počítáno s pětiletými beta koeficienty za období 20. 6. 2006 – 20. 6. 2011. Vzorek byl rozšířen na 48 společností na základě připomínek operátorů z dubna 2011. Autor německé studie pracuje pouze se vzorkem 10 společností a za období 30. 6. 2005 – 30. 6. 2010.</p> <p>Co se týče použité daňové sazby – použití platné daně z příjmů právnických osob v České republice</p>

			<p>7,421% (viz str. 31 Studie WACC). S tímto závěrem nelze na základě výše uvedeného souhlasit a opět navrhuje, aby byla použita varianta bez započtení roků 2008 a 2009, neboť u ní již byla výše nákladů na vlastní kapitál po zdanění (7,968%) vyšší než v Německu.</p> <p>Je rovněž nutné doplnit, že do výpočtu ukazatele WACC vstupují náklady vlastního kapitálu po zdanění a při daňové sazbě 31%, která byla použita profesorem Stehlem by na rozdíl mezi náklady vlastního kapitálu před zdaněním v České republice a v Německu ještě zvýšil, neboť zpracovatel ve své Studii WACC použít aktuální daňovou sazbu ve výši 19%. Po použití příslušné daňové sazby by výsledné hodnoty nákladu vlastního kapitálu před zdaněním byly následující pro Německo 11,25% a pro Českou republiku 9,16%, resp. 9,84 % (při variantě vynechání roků 2008 a 2009), což jen potvrzuje předchozí argumentaci APMS o nereálnosti hodnot WACC pro Českou republiku na základě srovnání přístupu německého a českého regulátora. A proto opět APMS podporuje postup, ve kterém by byly použity hodnoty odpovídající podmínkám České republiky.</p>	<p>bylo odsouhlaseno již v metodice tvořené v r. 2007. Tento postup je v souladu s regulační praxí evropských regulátorů. APMS ve svých připomínkách neodůvodňuje, proč nepoužít sazbu daně z příjmů právnických osob v ČR a použít jinou sazbu daně.</p>
		APMS (6)	<p>Zpracovatel studie WACC na str. 18 odůvodňuje svůj postup výpočtu koeficientu mimo jiné domněnkou, že vysoké beta koeficienty před rokem 2004 mohou být ovlivněny „...vyšší zadlužeností telekomunikačních operátorů...“, přičemž ovšem ve výše zmíněných variantách výpočtu na str. 31 Studie WACC je patrné, že zadlužování nastalo (dle zpracovatele) až ke konci období – viz zvýšení ukazatele D/C (podíl cizího kapitálu vůči celkovému).</p>	<p><b>Text neobsahuje návrh na změnu textu OOP.</b></p> <p>Závěry studie se o tuto hypotézu neopírají, alespoň ne v zásadní míře. 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.</p> <p>Daleko důležitější je skutečnost (rovněž na straně 18 citované studie zmíněná, kterou však APMS opomíjí), 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</p>

				nebudou.
		APMS (7)	APMS oceňuje podrobnou přílohu, kterou Zpracovatel předložil k Studii WACC, ve které jsou data (nejen) pro výpočet koeficientu beta, nadále však zastává názor, že Zpracovatel zcela jasně neinterpretovat způsob, jakým došel k hodnotě beta použité ve Studii WACC, tudíž tato část tvoří stále jakousi „černou skříňku“, což za situace, kdy koeficient beta významně ovlivňuje výpočet nákladů na vlastní kapitál, potažmo na celkovou hodnotu ukazatele WACC, považuje APMS přinejmenším za nešťastné.	<p><b>Text neobsahuje návrh na změnu textu OOP.</b></p> <p>Všechna data a důležité výpočty byly uvedeny ve studii, s výjimkou známých rovnic (např. regresní rovnice výpočtu beta koeficientu).</p> <p>V přílohách nejsou uvedeny z použitých dat pouze časové řady cen akcií, které však lze získat jak z veřejně dostupných zdrojů, tak i ze zdrojů placených (Reuters, Bloomberg).</p>
		APMS (8)	Podobně vnímá APMS i vypořádání se s připomínkou č. 5 (viz Připomínky k workshupu), která se zaměřila na použití subjektivních hodnot získaných z dotazníkového šetření Pabla Fernadeze publikovaného v roce 2010. Zpracovatel ve své Studii WACC rozšířil počet studií, ovšem APMS vnímá jako užitečné, pokud by Zpracovatel použil pro výpočet hodnotu ukazatele WACC i srovnání mezi jednotlivými evropskými zeměmi.	<p><b>Text neobsahuje návrh na změnu textu OOP.</b></p> <p>Na základě připomínek z dubna 2011 a následné diskuze nebyla hodnota získaná na základě dotazníkového šetření Pabla Fernandezé použita. Byla použita pouze jako jedna z hodnot verifikujících stanovený odhad. Bylo použito 11 způsobů odhadu rizikové premie českého akciového trhu. 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 % vs. 5,3 %).</p> <p>Pokud má APMS v záměru zahrnout do vzorku dat země stížené dluhovou krizí, nemělo by opomenout, že i oproti německé ekonomice s jejím AAA ratingem je český státní dluh v poměru k HDP poloviční. Už vůbec nelze z tohoto pohledu srovnávat český státní dluh a rizikové přírážky s Řeckem, Portugalskem, Španělskem, Itálií nebo Islandem.</p>
		APMS (9)	Zpracovatel se vypořádal ve Studii WACC (na str. 15) s otázkou rizikové premie za tržní kapitalizaci (viz připomínka č. 6 Připomínky k workshupu) tím způsobem, že dle jeho	<p><b>Text neobsahuje návrh na změnu textu OOP.</b></p> <p>Argumentace APMS považuje Úřad za zavádějící.</p> <p>Riziková premie za tržní kapitalizaci byla vypočtena zcela v souladu se statistickou metodologií, jakou je</p>



			<p>(Zpracovatelova názoru) nelze uvažovat o tržní kapitalizaci jednotlivých společností v České republice, neboť jsou součástí nadnárodních koncernů, a proto by nebylo vhodné využití jakýchkoliv premií.</p> <p>Toto vypořádání s připomínkou ovšem nelze akceptovat, neboť z něj vyplývá, že Zpracovatel nebral v úvahu rozdílnost jednotlivých zemí. Výše jsme již demonstrovali rozdíl mezi pojetím použitým Zpracovatelem a pojetím použitým v Německu. Rovněž lze doplnit, že do koncernů zmíněných Zpracovatelem patří řada společností působící, např. v rámci koncernu Deutsche Telecom AG v České republice a společnost působící např. v Řecku (OTE S.A.), tedy v zemi zmíněné dramatickými ekonomickými problémy, které se nutně odráží i ve výsledcích společností působících v soukromém sektoru.</p>	<p>tato premie, používaná v oceňování, zjišťována různými vědeckými studiemi.</p> <p>V rámci této metodologie (zjišťování přírážky za malou tržní kapitalizaci) jsou ostatní rizikové přírážky, které má zřejmě APMS na mysli, reflektovány v nákladech kapitálu jinak: kreditní spread v "bezrizikové" úrokové míře, riziková premie akciového trhu jako představitel ceny za systematické riziko. Ty nelze zaměňovat s přírážkou za malou tržní kapitalizaci a nelze chtít po českém podniku náklady kapitálu, které má v současnosti podnik řecký.</p> <p>Jestliže je koncern natolik veliký, že koncernová centrála neplatí na trhu žádnou přírážku za malou tržní kapitalizaci, pak není důvod, aby jí platily její dceřiné společnosti (zvláště když i ty by z hlediska tržní kapitalizace byly na českém akciovém trhu mezi největšími). Jinak by koncernová centrála dosahovala vyššího zisku, než je zisk požadovaný trhem.</p>
		APMS (10)	<p>Jelikož za zásadní nedostatek ukazatele vypočteného Zpracovatelem ve výši 8,26% považuje APMS jeho nedostatečnou vypovídající hodnotu o podmínkách v České republice oproti podmínkám panujícím v ostatních zemích, navrhuje APMS, aby při stanovení výše WACC bylo použito např. benchmarku, které je součástí těchto připomínek.</p>	<b>Viz vypořádání připomínky č. 2</b>
		APMS (11)	<p>Případným alternativním řešením, které nabízí Studie WACC předložená Úřadu zpracovatelem, je použití hodnoty WACC 9,17%, která byla uvedena na str. 31 této studie a která poněkud věrněji zachycuje reálné podmínky v České republice.</p>	<b>Viz vypořádání připomínky č. 3</b>
		APMS (12)	<p>Protože zněna ukazatele WACC představuje pro telekomunikační významný zásah do jejich hospodaření, navrhuje APMS tento zásah zmírnit postupným snižováním hodnoty tohoto ukazatele (tzv. glide-path). Pokles by mohl být</p>	<p><b>Neacceptováno.</b></p> <p>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 byl dotčeným subjektům prvně</p>

			<p>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.</p>	<p>prezentován první propočten aktualizované hodnoty ukazatele WACC ve výši 6,68 %. Úřad po této prezentaci obdržel velké množství připomínek, z nich některé akceptoval a promítl do metodiky výpočtu. Na základě upravené metodiky byla hodnota upravena na 8,26 % .</p> <p>Telekomunikační operátoři měli tedy dostatek času promítnout tuto skutečnost do svých finančních plánů.</p>
--	--	--	---	---