

15-11-2011 / 6M



apms



CTU0P01896GM

uvrta

Český telekomunikační úřad

došlo 14-11-2011 (3)

čj. počet listů 7

počet listů příloh nebo 1

počet svazků příloh

Český telekomunikační úřad
 Sokolovská 219, Praha 9
 poštovní příhrádka 02
 225 02 Praha 025

dne / date 11.11.2011

uvrta
15.11.2011
uvrta
uvrta

věc / re **Připomínky k 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.**

Formulář pro uplatnění připomínek, stanovisek a názorů

NÁZEV NÁVRHU OPATŘENÍ KE KONZULTACI:

Návrh opatření obecné povahy č. OOP/4/XX.2011-Y, kterým se mění opatření obecné povahy č. OOP/4/03.2006-3

IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE DOTČENÉHO SUBJEKTU:

Asociace provozovatelů mobilních sítí (APMS)
 Vyskočilova 1442/1b
 140 21 Praha 4

IČ:

7511 8891

Kontaktní osoba:

Ing. Jakub Lodr
 T-Mobile Czech Republic a.s.
 Senior specialista regulace
 mobil: +420 603 402 173
 e-mail: jakub.lodr@t-mobile.cz

DŮVĚRNOST POSKYTNUTÝCH INFORMACÍ:

připomínky neobsahují důvěrné informace,

Jméno a příjmení, funkce oprávněné osoby:

Mgr. Miroslav Uříčar
 Člen představenstva APMS
 T-Mobile Czech Republic a.s.
 General legal counsel
 e-mail: miroslav.uricar@t-mobile.cz

617



Níže uvedené připomínky k 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 (dále jen „Návrh OOP4“) jsou stanoviskem Asociace provozovatelů mobilních sítí (dále jen „APMS“).

Připomínky APMS se týkají Návrhu OOP4, resp. navrhované změny vážených nákladů na kapitál před zdaněním (dále jen „WACC“), které byly odhadnuty Institutem oceňování majetku (dále jen „Zpracovatelem“) a použity Českým telekomunikačním úřadem (dále jen „Úřadem“) v Návrhu OOP4 ve výši 8,26%.

Připomínky za APMS jsou rozděleny do dvou částí, které na sebe vzájemně navazují. První část připomínek je věnována výši daného ukazatele s odkazem na situaci České republiky. Další část bude věnována přímo odhadu hodnoty ukazatele WACC, který použil Zpracovatel. Tato druhá část se bude zabývat studií Zpracovatele nazvanou Výpočet hodnoty ukazatele WACC pro účely regulace v sektoru elektronických komunikací, která je přiložená¹ k těmto připomínkám

1. Obecné připomínky k návrhu OOP4

Agresivní změna hodnoty ukazatele WACC

Hodnoty v OOP4² byly původně stanoveny v roce 2006 ve výši 11,18 % pro stanovený podnik zajišťující veřejné pevné komunikační síť, resp. 13,26% pro stanovený podnik zajišťující veřejné mobilní síť. V roce 2008 došlo ke sjednocení sazby WACC pro mobilní i pevné síť a hodnota ukazatele byla stanovena na 11,5 %³, 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 síť je zpravidla nižší, než sazba pro síť mobilní (tak tomu ostatně bylo před rokem 2008 i v České republice).

V letošním 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 desítky 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).

U takto agresivního, více jak čtvrtinového, snížení hodnoty ukazatele WACC, lze tedy následně očekávat výrazně horší vliv na hospodaření telekomunikačních společností (v důsledku provázanosti jejich 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).

Evropský benchmark

V příloze⁴ 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, kde je patrné, jak nízké hodnoty v porovnání s ostatními zeměmi bylo při výpočtu ukazatele WACC pro Českou

¹ Viz příloha „111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Studie_WACC.pdf“ dále jen „Studie WACC“

² Viz opatření obecné povahy č. OOP/4/03.2006-3, článek 6, odst.2

³ Viz opatření obecné povahy č. OOP/4/02.2008-1, článek 1, odst.6

⁴ Viz přílohy „111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Cullen_ROCE_CEE.pdf“, resp. 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Cullen_ROCE_WE.pdf



republiku dosaženo, z čehož lze usuzovat na **rozdílnost přístupu Úřadu od významné části evropských regulátorů.**

Země	Mobilní	Fixní	Rok publikování (mobilní/fixní)
Německo	7,94%	7,94%	2011/2011
Česká republika	8,26%		2011
Nizozemí	8,45%	7,38%	2010/2010
Dánsko	8,51%	6,90%	2010/2010
Kypr	8,78%	11,74%	n.a.
Velká Británie*	8,90%	8,80%	2011/2011
Švédsko	9,40%	8,80%	2011/2011
Belgie	10,05%	9,61%	2010/2010
Itálie	10,40%	9,36%	2011/2010
Španělsko*	11,29%	10,57%	2011/2011
Lotyšsko	11,72%	12,27%	2007/2005
Francie	11,78%	10,40%	2010/2011
Finsko*	12,42%	8,74%	2011/2011
Norsko	13,50%	10,20%	2010/2010
Malta	13,70%	12,56%	2011/2011
Makedonie	14,00%	13,40%	2010/2010
Maďarsko*	14,80%	11,80%	2011/2011
Řecko	14,81%	10,40%	2008/2008
Rumunsko	17,52%	15,24%	2006/2005
Švýcarsko	n.a.	5,40%	---/2010
Irsko	n.a.	10,21%	---/2008
Portugalsko	n.a.	10,30%	---/2011
Rakousko	n.a.	10,48%	---/2009
Slovensko	n.a.	11,00%	---/2005
Polsko	neregulováno	10,13%	---/2009
Estonsko	neregulováno	12,00%	
Chorvatsko	neregulováno	13,17%	---/2011

Zdroj: Cullen International

* Státy u nichž bylo použito více hodnot WACC (viz text níže)

K výše 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 ve výše uvedené tabulce ovšem použita nejnižší hodnota z daného rozsahu.

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 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 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 požadovali vyšší návratnost investice).

Výše uvedené hodnoty WACC pak logicky vedou k závěru, že postup Zpracovatele při výpočtu WACC byl zřejmě 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.

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.

Dvě varianty navrhované zpracovatelem

V připomínkách⁵, které byly vneseny na základě workshopu, jenž se konal dne 19. dubna 2011, bylo na několika místech 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 výrazné zvýšení volatility hodnot veškerých tradičních ukazatelů používaných při výpočtu WACC a kdy trvalo více jak rok než došlo k postupnému „uklidnění“ situace.

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 níže:

Varianta	WACC
Nezahrnutí roků 2008 a 2009	9,17%
Zahrnutí roků 2008 a 2009	8,26%

Zdroj: Studie WACC, str.31

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 zahrnuty nebyly.

Z tohoto důvodu není tedy plně srozumitelné, proč jako navrhovaná nová hodnota výše WACC nebyl použit výsledek, jenž je určen na základě kontinuálního vývoje na finančních trzích a tudíž není vystaven dramatickým vlivům (výše zmíněnému náhlému zvýšení volatility tradičních ukazatelů). Zpracovatel se k vyloučení uvedených roků vyjadřuje na straně 18 a 19 při argumentaci týkající se výpočtu koeficientu beta a dále uvádí krátkou

⁵ Viz příloha 111111_WACC_pripominiky_APMS_přiloha_Vypořádání_připomínek_Workshop.pdf (dále jen „Připomínky k workshopu“)

poznámku na straně 32, se kterou APMS nesouhlasí, neboť nezahrnutí roků 2008 a 2009 bylo zcela jednoznačně a průkazně komentováno a argumentováno ve výše zmíněných připomínkách č. 4 a 11, přičemž tato argumentace je v těchto připomínkách dále doplněna na základě citlivostní analýzy provedené Zpracovatelem.

Jako řešení tedy navrhuje **použit ukazatel WACC ve výši 9,17%**, který lépe odpovídá reálným předpokladům v České republice, potažmo podmínkám světových finančních trhů, ze kterých výpočet ukazatele vychází a není ovlivněn náhlými dramatickými výkyvy, kterým byly (nejen) evropské trhy v letech 2008 a 2009 vystaveny.

Podmínky České republiky

Jelikož se v podmínkách České republiky nachází pouze jedna společnost, jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné (Telefonica 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.

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 kterou vyžadují akcionáři (10%).

Na základě této připomínky APMS navrhuje **stanovení ukazatele WACC ve výši dividendového výnosu společnosti Telefonica Czech Republic a.s. ve výši 10%** jako vhodného etalonu pro podmínky České republiky.

2. Studie WACC

Další část těchto připomínek je zaměřena na konkrétní body, které byly použity jednak ve studii WACC připravené Zpracovatelem a dále se jedná o reakci na vypořádání Připomínek k workshopu.

Srovnání s Německým regulátorem

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 pracovníky⁶ (konkrétně Prof. Richard Stehle, Ph.D, z Institutu Bankovních, burzovních a pojišťovacích věd Humboldtovy Univerzity v Berlíně).

V této německé studii vychází profesoru 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 na téměř stejnou úroveň jako Německo**, považované za nejstabilnější ekonomiku Evropy (možná i celého světa).

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 strana 110 studie profesora Stehleho), zatímco v Úřadem navrhované verzi ukazatele WACC byla použita hodnota 7,421% (viz str.

⁶ Viz příloha 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Gutachten_prof_Stehle.pdf



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.

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 se rozdíl mezi náklady vlastního kapitálu před zdaněním v České republice a v Německu ještě zvýšil, neboť zpracovatel ve své Studii WACC použil 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 být použity hodnoty odpovídající podmínkám České republiky.

Vypořádání se s připomínkami

Zpracovatel Studie WACC na str. 18 odůvodňuje svůj postup při výpočtu beta koeficientu mimo jiné i domněnkou, že vysoké beta koeficienty před rokem 2004 mohou být ovlivněny „...vyšší zadlužeností telekomunikačních operátorů...“, přičemž ovšem ve výše zmíněných variantách výpočtu na straně 31 Studie WACC je patrné, že zadlužování nastalo (dle zpracovatele) až ke konci období – viz zvýšení ukazatele D/C (podíl cizího kapitálu vůči celkovému).

APMS oceňuje podrobnou přílohu, kterou Zpracovatel přiložil 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 celkovou hodnotu ukazatele WACC, považuje APMS přinejmenším za velmi nešťastné.

Podobně vnímá APMS i vypořádání se s připomínkou č. 5 (viz Připomínky k workshopu), která se zaměřila na použití subjektivních hodnot získaných z dotazníkového šetření profesora Pabla Fernandez publikovaného v roce 2010. Zpracovatel ve své Studii WACC rozšířil počet studií, ovšem APMS vnímá jako užitečné, pokud by Zpracovatel použil pro výpočet hodnoty ukazatele WACC i srovnání mezi jednotlivými evropskými zeměmi.

Zpracovatel se vypořádal ve Studii WACC (na str. 15) s otázkou rizikové prémie za tržní kapitalizaci (viz připomínka č. 6 Připomínky k workshopu) tím způsobem, že dle jeho (Zpracovatelova) názoru nelze uvažovat o tržní kapitalizaci jednotlivých společností v České republice, neboť jsou součástí nadnárodních koncernů a proto by bylo nevhodné využít jakýchkoliv premií.

Toto vypořádání s připomínkou ovšem nelze akceptovat, neboť z ní 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, které působí v různých evropských zemích a je těžko představitelné, že by nebyl činěn rozdíl mezi společnostmi působící např. v rámci koncernu Deutsche Telekom AG v České republice (T-Mobile Czech Republic a.s.) a společnostmi působící např. v Řecku (OTE S.A), tedy v zemi zmítané dramatickými ekonomickými problémy, které se nutně odráží i ve výsledcích společností působících v soukromém sektoru.

K výše uvedenému je možné připojit i připomínku č. 9 (viz Připomínky k Workshopu), kdy pro APMS navrhuje pro reálnější výsledky využít kapitálovou strukturu, která reflektuje podmínky České republiky.



K Připomínkám k Workshopu rovněž APMS doplňuje u připomínky č. 14 konkrétní řešení, kterým je **použití benchmarku pro hodnoty ukazatele WACC** ostatních evropských regulátorů (viz výše).

3. Závěr

Z výše uvedených připomínek uvedených za APMS je možné učinit několik závěrů, jakým budoucím směrem by se měla dále vyvíjet hodnota ukazatele WACC pro účely regulace stanovené Úřadem.

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**, který je součástí těchto připomínek..

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.

Protože změna 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 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.

Mgr. Miroslav Uříčar

Člen představenstva APMS

Přílohy – 5 příloh (viz příložené CD-R „WACC Připomínky APMS 11/11/11“)

- 1) 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Cullen_ROCE_CEE.pdf
- 2) 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Cullen_ROCE_WE.pdf
- 3) 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Gutachten_prof_Stehle.pdf
- 4) 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Studie_WACC.pdf
- 5) 111111_WACC_pripominky_APMS_priloha_Vypořádání_připomínek_Workshop.pdf