Formulář pro uplatnění připomínek, stanovisek a názorů

NÁZEV NÁVRHU OPATŘENÍ KE KONZULTACI:

Opatření obecné povahy č. OOP/4/XX.2015-Y, kterým se mění opatření obecné povahy č. OOP/4/09.2014-6, kterým se stanoví metodika účelového členění nákladů a výnosů a jejich přiřazování a určuje se struktura vykazovaných informací

IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE DOTČENÉHO SUBJEKTU:

Obchodní firma / název / jméno a příjmení: Česká telekomunikační infrastruktura a.s.

IČO (bylo-li přiděleno): 040 840 63

Kontaktní osoba (vč. telefonního čísla a adresy elektronické pošty):

Jana Hays, tel. 238 463 771, jana.hays@cetin.cz

DŮVĚRNOST POSKYTNUTÝCH INFORMACÍ:

Český telekomunikační úřad bude považovat zde poskytnuté informace za důvěrné, pouze pokud je dotčený subjekt označí jako důvěrné nebo jako obchodní tajemství.

Český telekomunikační úřad si vyhrazuje právo použít poskytnuté údaje, s výjimkou údajů označených jako důvěrné nebo jako obchodní tajemství, a tyto údaje též uveřejnit podle Pravidel Českého telekomunikačního úřadu pro vedení konzultací na diskusním místě.

Pokud dotčený subjekt označí připomínku, popřípadě její část, za důvěrnou nebo jako obchodní tajemství, pak taková připomínka nebude uveřejněna na diskusním místě. Obdobně se postupuje i v případě stanovisek a názorů.

Připomínky, které nebudou uveřejněny na diskusním místě, se podle čl. 9 odst. 3 Pravidel Českého telekomunikačního úřadu pro vedení konzultací na diskusním místě nevypořádávají.

Společnost Česká telekomunikační infrastruktura a.s. (dále jen "CETIN") vítá možnost vyjádřit se k návrhu opatření. Níže uvádíme několik připomínek a prosíme Český telekomunikační úřad (dále jen "ČTÚ") o jejich zohlednění v konečném znění opatření.

I. PŘIPOMÍNKY K JEDNOTLIVÝM ČÁSTEM / USTANOVENÍM NÁVRHU OPATŘENÍ

1) Ř. 17: V čl. 5 odst. 2 ČTÚ navrhuje snížení procenta návratnosti vloženého kapitálu před zdaněním WACC z 8,26% na 7,89%. CETIN snížení považuje za nepřiměřené. Máme za to, že snížení hodnoty WACC neodpovídá reálné situaci na trhu a zejména ve srovnání s jinými síťovými odvětvími je nová výše WACC stanovena příliš nízko. WACC (před zdaněním) pro sektor distribuce a přepravy plynu a sektor distribuce a přenosu elektřiny je pro stejné období Energetickým regulačním úřadem (dále jen „ERÚ") stanoven v hodnotě 7,94 %, respektive 7,95 %[1], tedy výše než je návrh ČTÚ. Subjekty ze sektorů přepravy, přenosu a distribuce plynu/ elektřiny mají jako věcné a formální monopoly garantovanou poptávku po jimi poskytovaných službách, protože v sektoru energetiky na rozdíl od sektoru telekomunikací neexistuje konkurence na úrovni infrastruktury. Tyto subjekty nenesou riziko poklesu objemů přepravovaných, přenášených a distribuovaných komodit, protože ve středním horizontu ERÚ umožňuje změny objemů plně přenášet do změn tarifů, které spotřebitelé mají ze zákona povinnost platit. Zároveň veškeré investice realizované těmito subjekty vstupují v rámci regulatorního vzorce do regulované báze aktiv, od níž ERÚ odvozuje povolený zisk a odpisy vstupující to regulovaných tarifů. Hodnota WACC pro odvětví telekomunikací, kde pro jednotlivé subjekty existuje tržní riziko z titulu existující konkurence, by ale měla být logicky vyšší, než v odvětví energetiky s plně monopolním postavením jednotlivých účastníků trhu, kde pro dané subjekty neexistuje žádné tržní riziko, ani jiná rizika pojící se s výběrem technologii a kde návratnost všech investic je plně garantována.

   Nezohlednění zásadně rozdílné pozice regulovaných subjektů (formálně uznané monopoly v energetice oproti sektoru telekomunikací) ve výši WACC diskriminuje investory do sektoru telekomunikací oproti investorům do sektoru energetiky. Obecně vzato tedy může taková nekonzistentnost křivit motivaci podniků k investování v různých síťových odvětvích.

2) ČTÚ pro výpočet hodnoty WACC v telekomunikacích používá koeficient beta stanovený na základě dvouletého období. Považujeme za vhodnější použít koeficient beta na základě pětiletého období, v souladu s delším investičním výhledem v odvětví. Dle metodiky přijaté ČTÚ vychází koeficient beta stejný anebo nižší než ERÚ pro sektor plynárenství a elektroenergetiky, ačkoliv telekomunikace jsou objektivně rizikovějším odvětvím. ERÚ rovněž využívá pětiletého období. Navrhujeme proto použití pětiletého období pro výpočet koeficientu beta i pro stanovení hodnoty WACC pro sektor

[1] Pro období roků 2016-2019. Zpráva Energetického regulačního úřadu o metodice regulace IV. regulačního období pro odvětví elektroenergetiky a plynárenství

telekomunikací, což by ve výsledku mělo lépe reflektovat delší investiční výhled a vyšší riziko v odvětví.

3) Ve zpřístupněných materiálech chybí odůvodnění volby metodiky pro výpočet nové hodnoty WACC, co se týče nákladu cizího kapitálu. Domníváme se, že výsledná hodnota nákladů cizího kapitálu je stanovena příliš nízko. Rozdíl nákladu cizího kapitálu a bezrizikové výnosové míry v návrhu ČTÚ je jenom 21 bazických bodů, po započtení daňového štítu je dokonce náklad cizího kapitálu nižší než bezriziková výnosová míra o celých 49 bazických bodů. Například ve srovnání s nákladem cizího kapitálu, který je použitý ve výpočtu WACC pro plynárenství a elektroenergetiku, ČTÚ uvádí o 1,2pp nižší náklad než ERÚ pro plynárenství a elektroenergetiku. Lze to považovat za náznak, že stanovení nákladu je nastaveno nesprávně.

   Dle našeho by bylo názoru vhodnější použít za výchozí hodnotu bezrizikovou míru, k níž je dále nutno připočíst rizikovou přirážku. Bezriziková výnosnost by měla odpovídat normalizované bezrizikové výnosové míře použité pro výpočet nákladů vlastního kapitálu.

   Riziková přirážka by měla být kalkulována na základě nižšího ratingového stupně, než odpovídá ratingu BBB. Ratingový stupeň BBB zvolil pro kvantifikaci nákladů cizího kapitálu ERÚ. Vzhledem k vyššímu inherentnímu podnikatelskému riziku v sektoru telekomunikací oproti regulovaným monopolním subjektům v sektoru energetiky, který bez rozdílu reflektují ve svých metodikách všechny významné ratingové agentury (S&P, Moody's, Fitch), by ČTÚ měl zvolit o alespoň jeden mezistupeň horší ratingové hodnocení BBB-.

   Jak definuje S&P metodika, za předpokladu stejného profilu finančního rizika (tzv. „financial risk profile"), je rozdíl mezi obchodním rizikem (tzv. „business risk") monopolu v sektoru energetické distribuce (hodnocení „excellent") a dominantní společnosti v telekomunikačním sektoru („satisfactory" až „strong") minimálně 2 stupně (tzv. „nodges"). Používá-li ERÚ rating BBB, rating použitý ČTÚ by neměl být lepší než BBB-. Rozdíl mezi „excellent" a „satisfactory" je 3 až 4 nodges, rozdíl mezi „excellent" a „strong" jsou 2 nodges. Navíc, i za předpokladu rozdílného profilu finančního rizika, což lze při srovnání průměrného zadlužení (v poměru k celkovému kapitálu společnosti) použitého v návrhu WACC ČTÚ (32%) a ERÚ (38%, respektive 46%) eventuálně usuzovat, je vliv obchodního rizika převažující a rozdíl mezi společností v sektoru energetické distribuce s vyšším finančním rizikem a společností v telekomunikačním sektoru s nižším finančním rizikem je alespoň jeden stupeň ratingového hodnocení ve prospěch společnosti v sektoru energetické distribuce, jak je uvedeno i na příkladech níže:

   - Energetické společnosti v západní Evropě s dominantním postavením dosahují hodnocení business risk profilu „excellent", kde odvětví energetické distribuce je hodnoceno jako odvětví s nízkým rizikem. Ve výsledku např.:
     - Gasunie (DE) – rating A+
     - Bord Gais Eireann (IE) – rating BBB+ (agresivní finanční profil)

- Telekomunikační společnosti (i dominantní poskytovatelé telekomunikační infrastruktury s nižším rizikem než integrovaný / retail telekomunikační subjekt) v západní Evropě dosahují hodnocení business risk profilu nanejvýš „strong“, kde odvětví je hodnoceno jako odvětví s rizikem „intermediate to moderately high“. Ve výsledku např.:
    - TDF (F) – rating BBB-
    - Cellnex (S, IT) – rating BB+ (agresivní finanční profil)

Jak definuje Moody’s metodika, struktura odvětví a postavení společnosti je významná složka hodnocení. Tzv. „competitive environment and business conditions” tvoří 1/8 hodnocení ratingu dané společnosti. V celkovém hodnocení tvoří 2,25 bodů, což představuje 2 až 3 nodges. Příklady:

- Aaa – „exclusive provider of services to clients in its coverage area. Government regulations restrict entry of new competitors“
- A – „broad customer exposure in an industry with few viable alternatives to the service the company provides. Long-term contracts with highly rated names. High barriers to entry for competitors and high barriers to exit for the customer.“

Jen volbou metodiky vycházející z bezrizikové výnosové míry dále navýšené o rizikovou přirážku je možné zajistit plnou konzistenci nákladů vlastního a cizího kapitálu. Zároveň si dovolujeme podotknout, že přesně tuto metodiku bezrizikové výnosové míry (průměrované po delší historické období) dále navýšené o rizikovou přirážku používá EŘÚ.

Preferoval-li by i přesto ČTÚ nadále pracovat jen s výnosností dluhopisů určitého ratingového stupně, bylo by minimálně nutné zohlednit výnosnost těchto dluhopisů v delším období, např. během deseti let, analogicky k normalizaci bezrizikové výnosové míru použité ČTÚ v rámci kvantifikace nákladu vlastního kapitálu. Tato metoda je nicméně výrazně pracnější a závislá na kvalitní datové základně, protože by v každém jednotlivém historickém roce sledovaného průměrovaného období deseti let musel ČTÚ pracovat s historickou výnosností dluhopisů se zbývající dobou do splatnosti řádově deset let v daném historickém okamžiku. Pracnost této metody nicméně nemůže být dostatečným důvodem pro využití jen aktuální mimořádně nízké spotové výnosnosti a ignorování nutnosti její normalizace, jak navrhuje ČTÚ. Normalizace musí proběhnout v obou metodách, jen v námi navržené v metodě vycházející z bezrizikové výnosové míry je méně pracná, protože informační agentury (např. Bloomberg, nebo Reuters) běžně publikují generické indexy výnosnosti státních dluhopisů s danou fixní dobou do splatnosti, v našem případě deseti let. Absence těchto generických indexů výnosností korporátních dluhopisů s danou fixní dobou do splatnosti nemůže být důvodem pro výrazně zkreslující zjednodušení spočívající ve zvolení aktuální spotové výnosnosti těchto dluhopisů a ignorování její normalizace. Je-li v důsledku absence těchto generických indexů pro korporátní dluhopisy druhá metoda příliš pracná, měl by ČTÚ zvolit první metodu vycházející ze snadno normalizovatelné bezrizikové výnosové míry.

4) CETIN v rámci workshopu konaném 8. července 2015 („Workshop“) vznesl připomínku k nezahrnutí přirážky za nízkou tržní kapitalizaci ve výpočtu WACC. ČTÚ připomínku v písemném vypořádání odmítl s tím, že se jedná o sektorový koeficient a že nelze stanovit hodnotu WACC pro každý jednotlivý subjekt zvlášť. Považujeme za důležité zdůraznit, že zde došlo zřejmě k nepochopení připomínky. Společnosti CETIN se nejednalo o stanovení specifické přirážky pro jednotlivý podnik na trhu, ale o zohlednění faktu, že český trh je z globálního pohledu vesměs tvořen menšími společnostmi, kterým by pro účely výpočtu WACC standardně byla přiznávána přirážka za nízkou tržní kapitalizaci. Metodika Duff & Phelps, ze které v mnohém vycházel poradce ČTÚ EY, přitom doporučuje uplatnit prémii 1,07% za tržní kapitalizaci až do úrovně hodnoty společnosti USD 10,1 mld., resp. CZK 240.5 mld. Lze s jistotou říci, že na úrovni “Fair value” (pojem s široce uznávanou konkrétní definicí) žádná ze společností operujících na českém telekomunikačním trhu zdaleka nedosahuje této hodnoty. S velkou mírou pravděpodobnosti ani celý český telekomunikační sektor dohromady (na úrovni součtu hodnot všech společností na něm operujících) nedosahuje tuto hodnotu. Navrhujeme stanovení konstantní prémie za tržní kapitalizaci, která by pro všechny subjekty měla být nastavena na úrovni 1,07%, tzn. na úrovni přirážky za střední tržní kapitalizaci („Mid cap“) dle metodiky Duff & Phelps. Je jednoznačné, že připuštění této fixní přirážky za nízkou tržní kapitalizaci se vzhledem k velikosti a tržní kapitalizaci subjektů aktivních na českém telekomunikačním trhu je menší chybou než paušální nepřipuštění žádné. Takový postup je ekvivalentní s objektivně chybným tvrzením, že subjekty na českém telekomunikačním trhu přesahují hodnotu CZK 240,5 mld.

   Navrhujeme proto zvážit možnost nastavení této přirážky podle odhadu tržní kapitalizace největšího podniku na předmětném trhu na úrovni 1,07%. Tím by byla zohledněna obecně nižší tržní kapitalizace a zároveň by prémie vůči žádnému podniku nebyla nadhodnocena. Přitom si dovolujeme poznamenat, že velikost mateřské skupiny anebo majoritního vlastníka je pro stanovení hodnoty WACC a pro přiznání prémie za nízkou tržní kapitalizaci irelevantní, jelikož přirážka se odvozuje od velikosti cílového (hodnoceného) podniku.

5) CETIN v rámci Workshopu rovněž vznesl připomínku vztahující se ke skupině porovnatelných společností při výpočtu koeficientu beta pro stanovení WACC, kdy jsme namítali zařazení některých zemí z tzv. emerging markets. ČTÚ k připomínce uvedl, že při výpočtu koeficientu beta byl u každé společnosti zvolen index z odpovídajícího trhu, na kterém působí. Vysvětlení bohužel nebere v potaz, že vícero společností ve skupině vůbec nepůsobí na evropském trhu a stojí mimo evropského regulačního rámce v telekomunikacích, čímž je jejich srovnatelnost značně omezena. Považujeme za vhodné, aby skupina porovnatelných společností obsahovala pouze subjekty působící na evropském trhu.

   ČTÚ dále na Workshopu prezentoval seznam společností tvořících výše zmíněnou skupinu porovnatelných společností včetně koeficientu beta těchto společností. ČTÚ na Workshopu potvrdil, že tento materiál dodatečně zpřístupní, přestože nebyl původně součástí prezentace Aktualizace hodnoty ukazatele WACC, která sloužila jako podkladový materiál pro Workshop. Posléze nicméně ČTÚ zveřejnil jen redukovaný

soubor se seznamem společností, nezahrnující však jejich beta koeficienty. Prosíme o dodatečné zveřejnění původně promítaného dokumentu, což bychom považovali za konzistentní s jinak obecnou vysokou mírou otevřenosti ČTÚ a jím deklarovaném respektování konceptu „Open data“. Zároveň na podporu transparentnosti celého procesu aktualizace hodnoty ukazatele WACC prosíme pro jednotlivé společnosti o zveřejnění indexů, vůči kterým byla hodnota beta kalkulována. ČTÚ uvedl jen obecně, že: “*Při volbě indexu byl zohledněn trh, ve kterém konkrétní společnosti působí (lokální index či některý z relevantních mezinárodních indexů (např. MSCI World).”* Vzhledem k vysoké citlivosti výsledných beta koeficientů na volbu bazického indexů považujeme za nutné pro ověření správnosti zvolené metodiky zveřejnění i těchto informací. Respektujeme, že aktualizace hodnoty ukazatele WACC nemusí mít formu znaleckého posudku. Na druhou stranu se tento proces plně kryje s částí znaleckých posudků věnujících se stanovení diskontní míry. Znalci (pravděpodobně včetně poradců ČTÚ EY) standardně koeficienty beta jednotlivých konstituentů skupiny srovnatelných společností v posudcích zveřejňují pro splnění zákonného požadavku na přezkoumatelnost posudku. Nevidíme proto důvod, aby ČTÚ ve snaze o maximální transparentnost tohoto procesu aktualizace hodnoty ukazatele WACC výše poptávané informace k použité skupině srovnatelných společností nezveřejnil.

6) Poznámka pod čarou č. 1: ČTÚ upřesňuje, že navržené procento návratnosti vloženého kapitálu před zdaněním WACC pro službu přístupu na přístupových sítích nové generace (NGA) se vztahuje pouze na sítě FTTH. Dovolujeme si poznamenat, že v rámci uložených nápravných opatření přístupu REM/5/08.2015-7 a REM/4/08.2015-6 ČTÚ za NGA sítě považuje i další řešení byť jenom zčásti tvořena optickými vedeními. Riziko při výstavbě a poskytování přístupu s využitím sítí NGA typu FTTB (fibre to the building) a FTTH je plně srovnatelné. Navržené procento návratnosti vloženého kapitálu WACC v čl. 5 odst. 3 by se mělo vztahovat rovněž na sítě typu FTTB.

II. STANOVISKA A NÁZORY K NÁVRHU OPATŘENÍ:

Neuplatňujeme.

Datum: 16.10.2015