

## II

(Sdělení)

## SDĚLENÍ ORGÁNŮ, INSTITUCÍ A JINÝCH SUBJEKTŮ EVROPSKÉ UNIE

## EVROPSKÁ KOMISE

## SDĚLENÍ KOMISE

**Sdělení Komise o výpočtu nákladů kapitálu u starší infrastruktury v souvislosti s přezkumem vnitrostátních oznámení v odvětví elektronických komunikací EU prováděným Komisí**

(Text s významem pro EHP)

(2019/C 375/01)

## 1. Úvod

1. Toto sdělení stanoví metodiku Komise pro odhad váženého průměru nákladů kapitálu (WACC) <sup>(1)</sup> jako referenční hodnoty v souvislosti s přezkumem návrhů opatření oznámených vnitrostátními regulačními orgány podle článku 7 rámcové směrnice, která je součástí regulačního rámce EU pro elektronické komunikace (dále jen „rámec“) <sup>(2)</sup>. Od 21. prosince 2020 bude článek 7 rámcové směrnice nahrazen článkem 32 nového evropského kodexu pro elektronické komunikace <sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> WACC představuje hodnotu, která musí být investorovi poskytnuta jako náhrada za investici. V rámci regulace telekomunikací příslušný vnitrostátní regulační orgán vypočte WACC a přičte jej k maximální povolené velkoobchodní ceně, kterou může regulovaný operátor účtovat za přístup ke své infrastruktuře. Komplexní vysvětlení pojmu WACC viz oddíl 2 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto sdělení.

<sup>(2)</sup> V současnosti platný regulační rámec tvoří i) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/21/ES ze dne 7. března 2002 o společném předpisovém rámci pro sítě a služby elektronických komunikací (rámcová směrnice) (Úř. věst. L 108, 24.4.2002, s. 33), ve znění směrnice 2009/140/ES (Úř. věst. L 337, 18.12.2009, s. 37) a nařízení (ES) č. 544/2009 (Úř. věst. L 167, 29.6.2009, s. 12), ii) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/20/ES ze dne 7. března 2002 o oprávnění pro sítě a služby elektronických komunikací (autorizační směrnice) (Úř. věst. L 108, 24.4.2002, s. 21), iii) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/19/ES ze dne 7. března 2002 o přístupu k sítím elektronických komunikací a přiřazeným zařízením a o jejich vzájemném propojení (přístupová směrnice) (Úř. věst. L 108, 24.4.2002, s. 7), iv) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/22/ES ze dne 7. března 2002 o univerzální službě a právech uživatelů týkajících se sítí a služeb elektronických komunikací (směrnice o univerzální službě) (Úř. věst. L 108, 24.4.2002, s. 51) a v) nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 531/2012 ze dne 13. června 2012 o roamingu ve veřejných mobilních komunikačních sítích v Unii (Úř. věst. L 172, 30.6.2012, s. 10), ve znění nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2120 ze dne 25. listopadu 2015 (Úř. věst. L 310, 26.11.2015, s. 1) a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/920 ze dne 17. května 2017 (Úř. věst. L 147, 9.6.2017, s. 1).

<sup>(3)</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/1972 ze dne 11. prosince 2018, kterou se stanoví evropský kodex pro elektronické komunikace (Úř. věst. L 231, 17.12.2018, s. 36) (dále jen „kodex“). Podle čl. 124 odst. 1 kodexu jsou členské státy povinny do 21. prosince 2020 přijmout vnitrostátní prováděcí opatření a od uvedeného data je používat. Odkazy na směrnice zrušené kodexem ve stávajících právních a správních předpisech se považují za odkazy na kodex.

2. WACC měří náklady kapitálu společností. Podle ekonomické teorie <sup>(4)</sup> představují náklady kapitálu náklady příležitosti plynoucí z toho, že je uskutečněna určitá investice, a nikoli jiná investice se stejným rizikem. Náklady kapitálu tedy představují míru návratnosti, kterou společnost vyžaduje, aby danou investici uskutečnila. V závislosti na zdroji financování je lze rozdělit na náklady vlastního kapitálu a náklady dluhu.
3. Vnitrostátní regulační orgány používají WACC v souvislosti s regulací operátorů označených jako operátoři s významnou tržní silou. Mohou ukládat povinnosti regulace cen za poskytování určitých druhů propojení nebo přístupu v situacích, kdy panuje nedostatek účinné hospodářské soutěže. V případech regulace cen přihlédnou vnitrostátní regulační orgány k investicím prováděným daným operátorem a umožní přiměřenou míru návratnosti. <sup>(5)</sup>
4. V souvislosti s oznámeními podle článku 7 Komise zaznamenala značné rozdíly při odhadování WACC u služeb poskytovaných prostřednictvím sítí elektronických komunikací. Konzistentnost zde chybí nejen mezi členskými státy, ale také v průběhu času (tzn. že tentýž vnitrostátní regulační orgán používá v různých dobách různé metody). Komise má za to, že tyto metodologické nesrovnalosti mohou narušovat investiční pobídky na jednotném digitálním trhu <sup>(6)</sup> a poškozovat rozvoj vnitřního trhu tím, že brání vytváření harmonizovaných podmínek pro investice do sítí elektronických komunikací <sup>(7)</sup>.
5. Rámec má zajistit, aby vnitrostátní regulační orgány přispívaly k rozvoji vnitřního trhu prostřednictvím vzájemné spolupráce a spolupráce s Komisí za účelem rozvoje konzistentní regulační praxe a konzistentního uplatňování rámce <sup>(8)</sup>. V souladu s cíli rámce je účelem tohoto oznámení zvýšit konzistentnost výpočtu WACC v celé Unii.
6. Oblast působnosti tohoto sdělení je omezena na výpočet WACC u starší infrastruktury. Pro účely tohoto oznámení se starší infrastrukturou rozumí infrastruktura operátora s významnou tržní silou, na kterou se nevztahuje prémie za přístupové sítě nové generace (NGA) <sup>(9)</sup>. Oznámení se nezabývá použitelností nebo výpočtem rizikových premií za NGA a neobsahuje žádné posouzení vhodnosti povinností regulace cen pro nové sítě s velmi vysokou kapacitou definované v čl. 2 odst. 2 kodexu <sup>(10)</sup>.
7. V souladu s cíli rámce by měly vnitrostátní regulační orgány, sdružení BEREC i Komise přispívat k rozvoji vnitřního trhu tím, že budou prosazovat konzistentní regulační přístupy a konzistentní uplatňování rámce <sup>(11)</sup>. Vnitrostátní regulační orgány by rovněž měly uplatňovat objektivní, transparentní, nediskriminační a přiměřené regulační zásady <sup>(12)</sup>.
8. V souladu s cíli rámce jsou základem tohoto sdělení tyto čtyři regulační zásady: i) *konzistentnost* metodiky používané ke stanovení parametrů ve vzorci pro WACC, ii) *předvídatelnost regulace*, aby se omezily neočekávané změny regulačního přístupu a hodnoty parametrů v průběhu času, iii) *podpora účinných investic* a inovací v oblasti nové a rozvinutější infrastruktury s přihlédnutím k riziku, jež nesou investující podniky, a iv) *transparentnost* metody pro určování přiměřené míry návratnosti jejich investic, aby se zabránilo zbytečné složitosti.

<sup>(4)</sup> Viz například Brealey, Myers, Allen (2014), *Principles of Corporate Finance* (Principy korporátního financování), McGraw Hill, kapitola 9.

<sup>(5)</sup> V souladu s článkem 13 rámcové směrnice. Viz též doporučení Komise 2013/466/EU ze dne 11. září 2013 o konzistentních povinnostech nediskriminace a metodikách výpočtu nákladů s cílem podpořit hospodářskou soutěž a zlepšit podmínky pro investice do širokopásmového připojení (Úř. věst. L 251, 21.9.2013, s. 13), pokud jde o okolnosti, za nichž může být odůvodněná velkoobchodní cenová flexibilita, a od 21. prosince 2020 též článek 74 kodexu.

<sup>(6)</sup> Cílem strategie pro jednotný digitální trh (<https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/policies/shaping-digital-single-market>) je zajistit jednotlivcům a podnikům přístup k on-line činnostem za podmínek spravedlivé hospodářské soutěže, ochrany spotřebitele a ochrany údajů.

<sup>(7)</sup> V souladu s cíli stanovenými v čl. 8 odst. 2 písm. b) a c) rámcové směrnice.

<sup>(8)</sup> V souladu s cíli stanovenými v čl. 7 odst. 2 a čl. 8 odst. 3 písm. d) rámcové směrnice.

<sup>(9)</sup> Toto sdělení nepředjímá, zda jsou odůvodněné dodatečné prémie za zvláštní investice (např. přístupové sítě nové generace). K této otázce viz doporučení Komise 2010/572/EU ze dne 20. září 2010 o regulovaném přístupu k přístupovým sítím nové generace (NGA) (Úř. věst. L 251, 25.9.2010, s. 35) (dále jen „doporučení o sítích nové generace“), zejména bod 25 a příloha I. O nižším rizikovém profilu investic do sítí FTTN/VDSL (ve srovnání s FTTH) je pojednáno v příloze I oddíle 6 doporučení o sítích nové generace. V takových případech spadají sítě NGA pod starší infrastrukturu.

<sup>(10)</sup> Kodex pověřil Sdružení evropských regulačních orgánů v oblasti elektronických komunikací (BEREC), aby do 21. prosince 2020 vydalo pokyny ke kritériím, jež má síť splňovat, aby mohla být považována za síť s velmi vysokou kapacitou. Kodex dále obsahuje několik ustanovení týkajících se migrace ze starší infrastruktury na nové sítě s velmi vysokou kapacitou, například v článku 81.

<sup>(11)</sup> Viz čl. 8 odst. 3 písm. d) a odst. 5 písm. a) rámcové směrnice.

<sup>(12)</sup> Viz čl. 8 odst. 5 rámcové směrnice.

9. Záměrem tohoto oznámení je dosáhnout těchto cílů a přispět ke stabilnímu regulačnímu prostředí, které podporuje účinné investice do sítí elektronických komunikací v Unii ve prospěch koncových uživatelů. Bude odrazovat od narušování investic z důvodu rozporů v přístupech vnitrostátních regulačních orgánů v průběhu času i v rámci Unie, které by mohlo poškodit fungování jednotného digitálního trhu.
10. Komise tímto sdělením usiluje o větší transparentnost a předvídatelnost své politiky a rozhodování v oblasti regulace elektronických komunikací. Na základě metodiky obsažené v tomto oznámení se každoročně vypočítají a zveřejní hodnoty jednotlivých parametrů WACC. Komise bude tyto hodnoty používat jako referenční hodnoty při přezkumu návrhů opatření oznámených podle článku 7 rámcové směrnice.
11. Toto sdělení společně s každoročním zveřejňováním hodnot parametrů WACC v souladu s tímto sdělením přinese větší transparentnost, pokud jde o posuzování nákladů kapitálu Komisí v případech, kdy se jedná o prvek opatření oznámených podle článku 7 rámcové směrnice.
12. Tímto sdělením a připojeným pracovním dokumentem útvarů Komise není dotčen výklad, který může Komise poskytnout k nákladům kapitálu v jiných hospodářských odvětvích.

## 2. Odhad váženého průměru nákladů kapitálu (WACC)

13. WACC se vypočítá jako vážený průměr nákladů na dva zdroje financování společnosti: dluh a vlastní kapitál. Váhy odrazí relativní podíly jednotlivých zdrojů financování na celkové hodnotě podniku:

$$\text{WACC} = R_E \times \frac{E}{D + E} + R_D \times \frac{D}{D + E}$$

kde:

—  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,

—  $R_D$  jsou náklady dluhu,

—  $E$  je hodnota vlastního kapitálu, přičemž  $\frac{E}{D + E}$  je podíl vlastního kapitálu na hodnotě společnosti ( $D+E$ ), a

—  $D$  je hodnota dluhu, přičemž  $\frac{D}{D + E}$  je podíl dluhu na hodnotě společnosti ( $D+E$ ).

### 2.1. Náklady vlastního kapitálu

14. Náklady vlastního kapitálu představují návratnost, kterou společnost potřebuje k tomu, aby svým akcionářům kompenzovala riziko investování / vlastnění části společnosti. Nejběžněji používanou metodou pro odhad nákladů vlastního kapitálu je model CAPM (oceňování kapitálových aktiv) <sup>(13)</sup>. Model CAPM používají k odhadu nákladů vlastního kapitálu všechny vnitrostátní regulační orgány v odvětví elektronických komunikací. Hlavními důvody jsou relativní jednoduchost jeho výpočtu a dlouhodobé zkušenosti s jeho používáním (ve srovnání s alternativami) <sup>(14)</sup>. Komise jej považuje za vhodný přístup k podpoře předvídatelné a homogenní metodiky pro všechny vnitrostátní regulační orgány.

<sup>(13)</sup> W. F. Sharpe, „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk“ (Ceny kapitálových aktiv: teorie tržní rovnováhy v podmínkách rizika), The Journal of Finance, sv. 19 (září 1964), s. 425–442, a J. Lintner, „The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budget“ (Oceňování rizikových aktiv a výběr rizikových investic u akciových portfolií a investičních rozpočtů), The Review of Economics and Statistics, sv. 47 (únor 1965), s. 13–37.

<sup>(14)</sup> Další podrobnosti viz bod 2.1 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

15. Podle modelu CAPM jsou investoři na konkurenčním trhu ochotni držet rizikový kapitál, pokud je jeho návratnost vyšší než návratnost, již by mohli získat u bezrizikového aktiva (bezriziková míra, RFR) <sup>(15)</sup>. Tento dodatečný výnos se označuje jako riziková přírážka nebo riziková prémie vlastního kapitálu (ERP) <sup>(16)</sup>.
16. Podle základního předpokladu metody CAPM lze rizika rozdělit do dvou kategorií:
- *Specifická neboli diverzifikovatelná rizika* <sup>(17)</sup>: rizika, která lze odstranit diverzifikací. Specifická rizika se obvykle týkají jednotlivého podniku nebo odvětví, je to například změna ceny vstupu, který daná společnost nebo odvětví používá.
  - *Systematická neboli nediverzifikovatelná rizika* <sup>(18)</sup>: rizika týkající se všech podniků v ekonomice, např. změny úrokových sazeb a obecné úrovně cen nebo makroekonomické otřesy na straně poptávky.
17. V rámci CAPM by se specifická neboli diverzifikovatelná rizika neměla pro odhad nákladů kapitálu brát v úvahu. Důvodem je to, že na efektivně fungujících kapitálových trzích by investoři měli mít možnost tato rizika omezit držením diverzifikovaného investičního portfolia <sup>(19)</sup>.
18. Systematická rizika naopak diverzifikovat nelze. Proto odhadované náklady kapitálu v rámci CAPM odráží pouze kompenzaci systematických rizik.
19. Podle modelu CAPM jsou náklady vlastního kapitálu součtem RFR a ERP vynásobeným koeficientem *beta* <sup>(20)</sup>. Smyslem koeficientu *beta* je zachytit a zohlednit specifickou citlivost vlastního kapitálu na výkyvy trhu.
20. S ohledem na to se v rámci CAPM náklady vlastního kapitálu vypočítají takto:

$$R_E = RFR + \beta \times ERP$$

kde:

- $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,
- RFR je bezriziková míra,
- $\beta$  je *beta* a
- ERP je riziková prémie vlastního kapitálu.

## 2.2. Náklady dluhu

21. Náklady dluhu lze měřit přímo jako úrok, který společnost platí ze svého dluhu, ale často se vyjadřují jako součet RFR a dluhové premie:

$$R_D = RFR + Debt Premium$$

kde:

- $R_D$  jsou náklady dluhu,
- RFR je bezriziková míra a

<sup>(15)</sup> Výnos, který investoři požadují u bezrizikové investice.

<sup>(16)</sup> Výnos převyšující RFR, který investoři očekávají v souvislosti s dodatečným rizikem spojeným s danou tržní investicí.

<sup>(17)</sup> Specifická rizika se také označují jako *nesystematická rizika*, *zbytková rizika*, *jedinečná rizika* nebo *diverzifikovatelná rizika*.

<sup>(18)</sup> Nediverzifikovatelná rizika se rovněž mohou nazývat *tržní rizika* nebo *systematická rizika*.

<sup>(19)</sup> Diverzifikace funguje proto, že ceny různých akcií se nemění zcela shodně (ze statistického hlediska nejsou změny cen akcií dokonale korelované). U diverzifikovaného portfolia investic je pravděpodobné, že pohyby určitých aktiv budou v dlouhodobém horizontu kompenzovány pohyby jiných aktiv v portfoliu.

<sup>(20)</sup> Beta je kovariance mezi výnosem aktiva (obvykle tržní hodnota společnosti) a tržní návratností (obvykle tržní hodnota akciového indexu, který má zastupovat celý trh nebo ekonomiku) vydělená rozptylem tržní návratnosti. Akcie, u nichž je beta vyšší než 1,0, celkové pohyby trhu zesilují, zatímco ty, u nichž je beta v rozmezí 0 až 1,0, celkové pohyby trhu zmenšují. Například beta ve výši 0,5 znamená, že pokud trh poklesne o 1 %, očekává se, že hodnota investice se sníží o 0,5 %. Beta ve výši 1,5 znamená, že pokud trh poklesne o 1 %, očekává se, že hodnota investice se sníží o 1,5 %.

- *Debt Premium* (dluhová prémie) je dodatečný výnos, který věřitelé od společnosti s daným úvěrovým rizikem požadují nad rámec RFR.

### 2.3. Odhad parametrů WACC

22. Vzorec pro odhad WACC je následující:

$$\text{WACC} = \left[ \left( \frac{E}{D + E} \right) \times (RFR + \beta \times ERP) \right] + \left[ \left( \frac{D}{D + E} \right) \times (RFR + \text{Debt Premium}) \right]$$

23. Existují dva soubory metodických předpokladů, které ovlivňují hodnoty WACC odhadované vnitrostátními regulačními orgány v Unii. Některé předpoklady jsou společné pro několik parametrů (např. délka období pro stanovení průměru), zatímco jiné jsou specifické pro jednotlivé parametry ve vzorci pro WACC (např. úprava odhadu koeficientu beta). Dále je třeba rozlišovat dva typy parametrů: ty, které odrážejí obecné hospodářské podmínky (RFR a ERP), a ty, které odrážejí podmínky ovlivňující konkrétní společnosti (nebo odvětví průmyslu) (dluhová prémie, beta a finanční páka <sup>(21)</sup>).
24. Následující oddíly se zabývají oběma soubory metodických předpokladů: společnými parametry a jednotlivými parametry i obecnými hospodářskými podmínkami a podmínkami specifickými pro konkrétní společnosti.

## 3. Předpoklady společné pro několik parametrů WACC

25. V následujících pododdílech jsou popsány předpoklady, které jsou společné pro několik parametrů WACC.

### 3.1. Délka období pro stanovení průměru

26. Období pro stanovení průměru je délka referenčního období, které regulační orgány používají k odvození průměrné hodnoty RFR, koeficientu beta a nákladů dluhu.
27. Aby byla při odhadování parametrů WACC zajištěna konzistentnost, považuje Komise za vhodné použít pro všechny parametry stejné období pro stanovení průměru. Delší období pravděpodobně podpoří větší předvídatelnost a stabilitu hodnot parametrů, ovšem za cenu nižší statické efektivnosti. Vnitrostátní regulační orgány nejčastěji používají období pro stanovení průměru v délce pěti let, což pravděpodobně zajistí vhodnou rovnováhu mezi předvídatelností a efektivností <sup>(22)</sup>.

### 3.2. Metoda stanovení průměru

28. Při odhadování parametrů WACC se regulační orgány musí rozhodnout, kterou metodu stanovení průměru použijí. Obvykle používají i) aritmetický průměr, ii) geometrický průměr nebo iii) medián.
29. Komise má za to, že pro odhadování parametrů WACC je nejvhodnější aritmetický průměr. Za prvé je pravděpodobné, že použití jednotné metody stanovení průměru bude pro zúčastněné strany transparentnější než kombinace několika metod. Za druhé je aritmetický průměr nejčastěji používaným přístupem a je nejsnazší ho vypočítat <sup>(23)</sup>.

<sup>(21)</sup> Finanční páka měří pákový poměr společnosti. Porovnává výši dluhového financování a výši vlastního kapitálu. Finanční páka určuje váhu nákladů dluhu a nákladů vlastního kapitálu v rámci WACC. Podrobněji je vysvětlena v pododdíle 5.3 tohoto oznámení.

<sup>(22)</sup> Další podrobnosti viz bod 5.1.1 (zejména 5.1.1.4) pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(23)</sup> Viz bod 5.1.2 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

### 3.3. Četnost výběru vzorků

30. Četnost pozorování, která regulační orgány používají pro odhad RFR, koeficientu beta a dluhové prémie, je obvykle denní, týdenní nebo měsíční. Volba četnosti pozorování spolu s délkou období pro stanovení průměru určuje velikost vzorku, a může tedy ovlivnit hodnoty parametrů a tím i konečnou hodnotu WACC.
31. Použitím stejné četnosti pozorování pro odhad všech parametrů se zajistí konzistentnost. Efektivní volbu pravděpodobně představuje týdenní četnost, neboť v kombinaci s pětiletým obdobím pro stanovení průměru tak pravděpodobně bude k dispozici dostatek pozorování, aby mohl vzniknout spolehlivý odhad a zmírnily se problémy s nízkou likviditou akcií (je-li to relevantní).

## 4. Parametry odrážející obecné hospodářské podmínky

32. Obecné hospodářské podmínky se odrážejí ve dvou parametrech WACC: v bezrizikové míře a rizikové prémii vlastního kapitálu.

### 4.1. Bezriziková míra (RFR)

33. RFR je očekávaná míra návratnosti bezrizikové investice. Aby investice neenesla riziko, musí mít nulové riziko selhání a nesmí existovat reinvestiční riziko (tzn. že investor může budoucí úrokové platby reinvestovat se stejnou mírou návratnosti jako v době, kdy bylo aktivum poprvé zakoupeno). Vnitrostátní regulační orgány obvykle RFR přibližně stanoví na základě výnosů domácích státních dluhopisů.
34. Je pravděpodobné, že výnosy státních dluhopisů odpovídajícím způsobem odrážejí příslušné vnitrostátní RFR. Komise má za to, že používání domácích státních dluhopisů spolu s konzistentní metodikou zajistí, že rozdíly v RFR budou odrážet skutečné rozdíly v podmínkách financování mezi členskými státy.
35. Vnitrostátní regulační orgány často používají státní dluhopisy se zbytkovou splatností <sup>(24)</sup> 10 let. Výnosy desetiletých dluhopisů bývají méně kolísavé než krátkodobé dluhopisy a lépe odpovídají dlouhému životnímu cyklu investic do sítí elektronických komunikací. Komise je proto považuje pro účely tohoto oznámení za nejvhodnější referenční údaj <sup>(25)</sup>.
36. K zajištění konzistentnosti odhadů RFR je vhodnější používat jednotný, spolehlivý, transparentní a snadno dostupný zdroj informací o výnosech státních dluhopisů (např. Eurostat <sup>(26)</sup>). Úprava zohledňující programy kvantitativního uvolňování centrálních bank není nutná. <sup>(27)</sup>

### 4.2. Riziková premie vlastního kapitálu (ERP)

37. ERP je očekávaná návratnost vlastního kapitálu nad rámec RFR, tj. očekávaný dodatečný úrok z držení rizikovějších aktiv ve srovnání s úroky z držení aktiv bezrizikových. ERP kompenzuje vyšší riziko investování do vlastního kapitálu namísto do bezrizikového aktiva.

<sup>(24)</sup> Zbytková splatnost je zbývajících doba do splacení dluhopisu. Pojem splatnost dluhopisu v celém tomto sdělení označuje zbytkovou splatnost dluhopisu.

<sup>(25)</sup> Viz body 5.2.1.3 a 5.2.1.4 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(26)</sup> Eurostat měsíčně zveřejňuje výnosy desetiletých státních dluhopisů pro každý členský stát (viz <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teimf050>).

<sup>(27)</sup> Viz bod 5.2.2 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

38. Komise zjistila rozdíly v přístupech, které regulační orgány při odhadování ERP používají, přičemž některé využívají referenční hodnotu EU a jiné vnitrostátní ERP nebo kombinaci obou. Celounijní ERP je v souladu s empirickými důkazy, z nichž vyplývá, že finanční trhy v Unii jsou čím dál více integrovány (jak ukazuje jejich zvýšená korelace), a ERP se tedy vzájemně sblíží (28). Je rovněž v souladu s důkazy, z nichž vyplývá, že u investorů v odvětví telekomunikací v EU se neprojevuje zvýhodňování domácích aktiv („home bias“), jelikož velká část akcionářů společností v oblasti elektronických komunikací nejsou rezidenti dané země (29). Komise se proto domnívá, že pro účely tohoto oznámení je vhodné používat jednotné ERP pro celou Unii. V souladu s přístupem, který regulační orgány nejčastěji používají, navíc Komise považuje za vhodné odhadovat toto celounijní ERP pomocí historických řad tržních prémie v členských státech.

## 5. Parametry specifické pro konkrétní společnosti

39. Některé parametry WACC zachycují obecné hospodářské podmínky (RFR a ERP), zatímco jiné (beta, finanční páka a dluhová premie) odrážejí hospodářskou situaci konkrétní společnosti, pro kterou regulační orgán WACC odhaduje.
40. Pro odvození hodnot parametrů WACC specifických pro konkrétní společnosti obvykle regulační orgány využívají skupinu společností v oblasti elektronických komunikací („peer group“, skupinu podobných subjektů), která obvykle zahrnuje vnitrostátního operátora (operátory) s významnou tržní silou. Vnitrostátní regulační orgány používají hodnoty parametrů společností ve skupině podobných subjektů jako referenci pro odvození příslušných hodnot parametrů specifických pro konkrétní společnosti v rámci svých regulačních opatření.
41. Prvním důležitým krokem při odhadování parametrů specifických pro konkrétní společnosti je rozhodnout o kritériích pro výběr společností, které budou patřit do skupiny podobných subjektů.

### 5.1. Kritéria výběru skupiny podobných subjektů

42. Pro skupinu podobných subjektů jsou nejvhodnější veřejně obchodované společnosti s likvidními akciemi (30). V souladu s cíli tohoto oznámení jsou navíc pro výpočet WACC nejvhodnější společnosti, které mají svou vlastní komunikační infrastrukturu (tedy nikoli pronajatou) a jejichž hlavní místo působení je v Unii.
43. Z důvodu efektivnosti by bylo vhodné omezit skupinu podobných subjektů na společnosti s ratingem na úrovni investičního stupně (31) a na společnosti, které nejsou účastníky významných fúzí či akvizic, neboť ty by ovlivnily hodnotu společnosti způsobem, který nesouvisí s jejím základním systematickým rizikem.
44. Souhrnem lze říci, že regulačním zásadám uvedeným v tomto sdělení by odpovídala následující kritéria. Společnosti vybrané do skupiny podobných subjektů:
- jsou veřejně obchodované a mají likvidní akcie,
  - vlastní infrastrukturu elektronických komunikací a investují do ní,
  - hlavní místo jejich působení je v Unii,
  - mají rating na úrovni investičního stupně a

(28) Viz body 5.2.1.3 a 5.2.1.4 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

(29) Viz bod 5.2.2.3 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

(30) Málo obchodované akcie nemusí ukazovat správnou a aktuální hodnotu podkladových společností, protože je nelze snadno prodat, aniž by došlo k významné změně ceny. Bývají rovněž kolísavější než likvidní akcie.

(31) Rating na úrovni investičního stupně závisí na konkrétní ratingové agentuře: u agentury Moody's odpovídá ratingům od Aaa po Baa3 a u Standard and Poor's ratingům od AAA po BBB.

— nejsou ani v nedávné době nebyly účastníky významných fúzí či akvizic.

## 5.2. Koeficient beta vlastního kapitálu

45. V rámci CAPM odráží koeficient beta vlastního kapitálu systematické riziko, kterému společnost čelí ve srovnání s průměrnou společností na trhu. V praxi se beta vlastního kapitálu odhaduje pomocí regresní analýzy, tj. odhadem korelace mezi výnosy z akcie společnosti a výnosy z tržního indexu (který má přibližně zastupovat celou ekonomiku).
46. S používáním celounijní hodnoty ERP je v souladu spíše evropský tržní index než index domácí. Podle akademické literatury se preferují spíše široce založené indexy a hodnotově vážené indexy <sup>(32)</sup>. Těmto kritériím odpovídá několik tržních indexů zahrnujících evropské akcie, například STOXX Europe TMI <sup>(33)</sup>, S&P Europe 350 <sup>(34)</sup>, Eurostoxx50 <sup>(35)</sup> a MSCI Europe <sup>(36)</sup>. Komise považuje za vhodné používat tržní index, který představuje velkou část volně obchodovaného objemu tržní kapitalizace v Unii (např. STOXX Europe TMI).
47. Při odhadování koeficientu beta vlastního kapitálu nepovažuje Komise za vhodné provádět úpravy <sup>(37)</sup>, neboť není pravděpodobné, že by tyto úpravy zlepšily efektivnost odhadu koeficientu, a odhad by byl zbytečně složitý a méně transparentní.
48. Aby bylo možné porovnat koeficienty beta společností ve skupině podobných subjektů, je třeba převést jejich koeficient beta vlastního kapitálu na koeficient beta aktiv <sup>(38)</sup>. Beta aktiv odráží systematické riziko společností bez rizika finančního (tj. rizika spojeného s úrovní finanční páky). Jednoduchý vzorec pro odvození koeficientu beta aktiv z koeficientu beta vlastního kapitálu vypadá takto:

$$\beta_A = \beta_D \times \frac{D}{V} + \beta_E \times \frac{E}{V}$$

kde:

- $\beta_A$ =beta aktiv
- $\beta_D$ =beta dluhu
- $\beta_E$ =beta vlastního kapitálu
- $E$  = vlastní kapitál společnosti
- $D$  = čistý dluh společnosti
- $V$  = čistý dluh společnosti ( $E + D$ )

49. Při odhadování koeficientů beta dluhu existují značné praktické obtíže, avšak hodnoty se obvykle pohybují mezi 0 a 0,2 <sup>(39)</sup>. Použitím jediné hodnoty beta dluhu by se snížila složitost a zvýšila transparentnost výpočtu WACC. Jako rozumná volba se jeví střední hodnota koeficientu beta dluhu, která činí 0,1.

<sup>(32)</sup> Viz bod 5.3.3.2 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(33)</sup> <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>.

<sup>(34)</sup> <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-europe-350>.

<sup>(35)</sup> <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=sx5e>.

<sup>(36)</sup> <https://www.msci.com/europe>.

<sup>(37)</sup> Tradiční úpravy koeficientu beta vlastního kapitálu navrhuje Dimson (oprava zkreslení odhadu beta při použití denních výnosů z důvodu nesouladu mezi změnami tržního indexu a dobou, za kterou na ně akcie podniku zareagují), Blume (v dlouhodobém horizontu by měl koeficient beta společnosti směřovat k hodnotě 1) nebo Vašíček (v dlouhodobém horizontu by měl koeficient beta společnosti směřovat k odvětvovému průměru).

<sup>(38)</sup> Tento převod odstraňuje dopad dluhu na koeficient beta vlastního kapitálu (včetně finanční páky). Jinými slovy, koeficient beta aktiv odhlíží od specifické struktury financování společnosti, čímž umožňuje srovnání koeficientů beta různých společností (bez ohledu na jejich individuální strukturu financování).

<sup>(39)</sup> Viz The Brattle Group, *Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in electronic communications networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization* (Přezkum přístupů k odhadu přiměřené míry návratnosti investic do sítí elektronických komunikací v rámci regulačních postupů a možnosti harmonizace na úrovni EU), závěrečná zpráva zveřejněná dne 14. července 2016, s. 88, k dispozici na adrese <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/da1cbe44-4a4e-11e6-9c64-01aa75ed71a1/language-en>.

50. Pro odhad WACC se koeficient beta aktiv skupiny podobných subjektů převede (zpět) na koeficient beta vlastního kapitálu (tzn. že se opět zohlední účinek dluhu na koeficient beta společnosti) za použití výše uvedeného vzorce, z něž lze koeficient beta vlastního kapitálu vyjádřit takto:

$$\beta_E = \frac{\beta_A}{(1 - \frac{D}{V})} - \beta_D \times \frac{D}{E}$$

### 5.3. Finanční páka

51. Jak bylo řečeno výše, podniky se mohou financovat prostřednictvím dluhu (D) nebo vlastního kapitálu (E). Součet dluhu a vlastního kapitálu se rovná hodnotě společnosti (V):

$$V = D + E$$

52. Podíl dluhu na hodnotě společnosti (tj.  $\frac{D}{V}$ ) se nazývá „finanční páka“. Jedná se o ukazatel pákového poměru. Ukazuje, do jaké míry je společnost financována věřiteli, a nikoli akcionáři.
53. Podíl dluhu (tj.  $\frac{D}{V}$ ) a podíl vlastního kapitálu (tj.  $\frac{E}{V}$ ) se při odhadování WACC využívají k výpočtu nákladů dluhu (tj.  $R_D \times \frac{D}{V}$ ) a nákladů vlastního kapitálu (tj.  $R_E \times \frac{E}{V}$  nebo  $R_E \times (1 - \frac{D}{V})$ ).
54. Nejběžnějším přístupem k odhadování finanční páky, který je pro účely tohoto sdělení považován za vhodný, je použití účetní hodnoty čistého dluhu společnosti, včetně hodnoty finančních leasingů <sup>(40)</sup>.

### 5.4. Dluhová prémie a náklady dluhu

55. Náklady dluhu lze měřit přímo jako úroky, které společnost platí ze svého dluhu, nebo nepřímo jako prémii k RFR.
56. Dluhovou prémii lze odhadnout jako rozpětí mezi domácí RFR a výnosem dlouhodobých korporátních dluhopisů (co nejbližší k desetileté splatnosti používané pro RFR) <sup>(41)</sup>.
57. Z důvodu konzistentnosti považuje Komise za vhodnější odhadovat náklady dluhu (nepřímo) jako součet RFR a dluhové premie.

## 6. Daně a inflace

WACC ovlivňují také daňové zacházení s dluhovými nástroji a inflační očekávání, a proto je třeba je do výpočtu WACC zahrnout.

### 6.1. Daně

58. Úroky z dluhu si společnosti mohou odečíst z daní. WACC po zdanění (*post-tax*) toto příznivé daňové zacházení s dluhovými nástroji zohledňuje takto:

$$WACC_{post-tax} = R_E \times \frac{E}{D + E} + R_D \times (1 - T_c) \times \frac{D}{D + E}$$

kde:

—  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $R_D$  jsou náklady dluhu,

<sup>(40)</sup> Viz bod 5.3.4 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(41)</sup> Viz bod 5.3.5 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení, a v něm citovaná literatura.

$\frac{E}{D+E}$  a  $\frac{D}{D+E}$  jsou váha vlastního kapitálu a váha dluhu v hodnotě podniku a

—  $T_c$  je mezní sazba daně.

59. Vnitrostátní regulační orgány obvykle navyšují náklady vlastního kapitálu (po zdanění) <sup>(42)</sup> na náklady vlastního kapitálu před zdaněním, aby splnily požadavky kapitálových investorů odhadované na základě modelu CAPM. WACC před zdaněním (*pre-tax*) se vypočte tak, že se WACC po zdanění vydělí hodnotou  $(1 - T_c)$  s cílem zohlednit daň z příjmů právnických osob, a lze jej vyjádřit takto:

$$WACC_{pre-tax} = \frac{WACC_{post-tax}}{1 - T_c}$$

60. Komise považuje za vhodné používat k odhadu WACC před zdaněním příslušnou vnitrostátní sazbu daně z příjmů právnických osob, což je společný přístup přijatý vnitrostátními regulačními orgány.

## 6.2. Inflation

61. Investoři maximalizují své výnosy v *reálné hodnotě* (upravené o inflaci). Existují dva způsoby, jak vnitrostátní regulační orgány inflaci obvykle zohledňují <sup>(43)</sup>:

- inlace je kompenzována roční indexací aktiv společnosti a je povolena pouze návratnost WACC v reálné hodnotě, nebo
- jsou inflační očekávání zahrnuta do návratnosti kapitálu, přičemž se použije nominální WACC bez úprav báze aktiv dané společnosti.

62. Vnitrostátní regulační orgány, které používají první přístup, obvykle převádějí nominální WACC (*nominal*) na reálné WACC (*real*). Běžnou metodu konverze představuje Fisherova rovnice:

$$WACC_{Real} = \frac{(1 + WACC_{Nominal})}{(1 + \pi)} - 1$$

Kde  $\pi$  je míra inflace.

63. Komise považuje za vhodné používat u členských států eurozóny odhad inflace pro celou eurozónu; u členských států mimo eurozónu může být odůvodněné používat vnitrostátní odhady inflace. V obou případech jsou vhodnější odhady výhledové, které by v ideálním případě měly pokrývat období odpovídající desetileté době splatnosti státních dluhopisů, jež se používají k odhadu RFR. V praxi ovšem prognózy inflace na období deseti let nebývají k dispozici, a proto je možné použít prognózy krátkodobější (např. inflační prognózu ECB na pět let dopředu).

## 7. Úloha sdružení BEREC a Komise při výpočtu parametrů WACC

64. Při přípravných krocích, které vedly k přijetí tohoto oznámení, útvary Komise úzce spolupracovaly se sdružením BEREC. V rámci této spolupráce vyzvala Komise sdružení BEREC, aby provedlo odhad parametrů WACC v souladu s přístupem popsaným v tomto sdělení. Sdružení BEREC souhlasilo, že bude hodnoty parametrů odhadovat a každoročně je zveřejňovat <sup>(44)</sup>. Tím se značně usnadní práce vnitrostátních regulačních orgánů při přípravě pravidelných přezkumů WACC i přezkum těchto oznámení Komisí.

<sup>(42)</sup> Viz bod 5.4.1 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(43)</sup> Viz bod 5.4 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(44)</sup> Na 38. řádném plenárním zasedání rady regulačních orgánů ve dnech 7. až 8. března 2019 sdružení BEREC odsouhlasilo, že vypočítá parametry WACC (výpočet bezrizikové úrokové míry a rizikové premie vlastního kapitálu plánovalo již v roce 2019 a výpočet koeficientu beta, finanční páky a nákladů dluhu pak od roku 2020). Mezitím se ukázalo, že sdružení BEREC předpokládá, že úplný soubor příslušných parametrů zveřejní do poloviny roku 2020. Závěry z tohoto zasedání (BoR (19) 45) jsou k dispozici na adrese [https://berec.europa.eu/eng/document\\_register/subject\\_matter/berec/board\\_of\\_regulators\\_meetings/meeting\\_conclusions/8549-conclusions-of-the-38th-berec-board-of-regulators-plenary-meetings-on-7-8-march-2019-in-budapest-hungary](https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/board_of_regulators_meetings/meeting_conclusions/8549-conclusions-of-the-38th-berec-board-of-regulators-plenary-meetings-on-7-8-march-2019-in-budapest-hungary).

65. V rámci každoročních výpočtů provede sdružení BEREK v úzké spolupráci s Komisí odhad i) parametrů odrážejících obecné hospodářské podmínky a ii) parametrů specifických pro společnosti v dané skupině podobných subjektů.
66. Pokud jde o parametry odrážející obecné hospodářské podmínky, bude sdružení BEREK odhadovat RFR pro každý členský stát a jednotné celounijní ERP.
67. Pokud jde o parametry specifické pro konkrétní společnosti, vypracuje sdružení BEREK seznam společností vhodných pro skupinu podobných subjektů a provede odhad koeficientu beta, finanční páky, dluhové prémie a nákladů dluhu u každé společnosti uvedené na seznamu. Kromě toho popíše faktory, které mohou opodstatnit to, že by vnitrostátní regulační orgány jednu nebo více společností ze seznamu odstranily s cílem zohlednit specifickou vnitrostátní situaci.

#### 8. Četnost přezkumu WACC

68. Vnitrostátní regulační orgány stanoví/přezkouvávají WACC různě často, v rozmezí od více než jednou ročně až po jednou za čtyři až pět let. Tento rozdíl v četnosti je jedním z faktorů, které stojí za rozdílnými hodnotami WACC v jednotlivých členských státech.
69. Větší konzistentnost četnosti výpočtů WACC ve všech členských státech by snížila neodůvodněné rozdíly v hodnotách WACC.
70. Komise má za to, že pro zohlednění aktuálních hospodářských podmínek je vhodné aktualizovat vnitrostátní hodnotu WACC alespoň jednou ročně <sup>(45)</sup>.

#### 9. Přechodné období pro přijetí metodiky uvedené v tomto oznámení

71. Při přezkumu oznámení v rámci postupu podle článku 7 bude Komise metodiku popsanou v tomto sdělení v zásadě používat od 1. července 2020. V odůvodněných případech a na žádost oznamujícího vnitrostátního regulačního orgánu však Komise při přezkumu navrhovaných opatření nebude z této metodiky vycházet v průběhu přechodného období v délce nejvýše jednoho roku (počínaje 1. červencem 2020) <sup>(46)</sup>. To může být odůvodněné například v případě, že by přezkum založený na této metodice, pokud by ji vnitrostátní regulační orgán uplatňoval, vedl k významným změnám hodnoty WACC narušujícím regulační stabilitu a předvídatelnost. Během jednoletého přechodného období vezme Komise rovněž v úvahu, zda je k dispozici úplný soubor parametrů WACC, které má zveřejnit sdružení BEREK, a zda se vnitrostátní regulační orgány při své analýze mohou na tyto parametry spolehnout.

---

<sup>(45)</sup> Viz oddíl 8 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.

<sup>(46)</sup> Viz oddíl 9 pracovního dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto oznámení.