



**PREZES  
URZĘDU KOMUNIKACJI ELEKTRONICZNEJ**

**Orange Polska S.A.**

Al. Jerozolimskie 160  
02-326 Warszawa

Podmioty na prawach strony:

**Krajowa Izba Gospodarcza  
Elektroniki i Telekomunikacji**  
ul. Stępińska 22/30  
00-739 Warszawa

**Polska Izba Informatyki  
i Telekomunikacji**

Al. Jerozolimskie 136, IX piętro  
02-305 Warszawa

**DECYZJA DR.WORK.609.1.2022.**

Na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 w związku z art. 127 § 3 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j.: Dz. U. z 2023 r., poz. 775 ze zm., dalej „kpa”) oraz na podstawie art. 53 ust. 1 w związku z art. 206 ust. 1 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. Prawo telekomunikacyjne (t.j.: Dz. U. z 2022 r., poz. 1648 ze zm., dalej „Pt”), po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego wszczętego na wniosek Krajowej Izby Gospodarczej Elektroniki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie (dalej „KIGEiT”) z dnia 3 stycznia 2023 r. (dalej „Wniosek KIGEiT”) oraz na wniosek Orange Polska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej „OPL”) z dnia 3 stycznia 2023 r. (dalej „Wniosek OPL”), o ponowne rozpatrzenie sprawy zakończonej wydaniem decyzji Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej (dalej „Prezes UKE”) z dnia 20 grudnia 2022 r. nr DR.WORK.609.1.2022.35 (dalej „Zaskarżona Decyzja”) w przedmiocie określenia wskaźnika zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału (dalej „wskaźnik WACC<sup>1</sup>”) stosowanego przez OPL w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt,

**uchylam Zaskarżoną Decyzję w całości i w tym zakresie orzekam co do istoty sprawy w następujący sposób:**

**I.1. określám dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 8,29%,** mający zastosowanie w kalkulacji kosztów w odniesieniu do usług realizowanych przez OPL na hurtowym rynku usługi lokalnego dostępu w stałej lokalizacji (dalej „Rynek 3a”) oraz hurtowym rynku usługi centralnego dostępu w stałej lokalizacji dla produktów rynku masowego (dalej „Rynek 3b”), w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę światłowodową sieci dostępowej, którym w kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL odpowiadają następujące modelowe elementy sieci dostępowej:

<sup>1</sup> ang. Weighted Average Cost of Capital.

- „ONT”,
- „LPA - światłowodowa”,
- „Światłowodowa sieć dosyłowa”,
- „Przełącznice optyczne sieci dostępowej”,
- „OLT – Dostęp abonencki GPON”.

## **I.2. określam dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 6,78%,**

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów w odniesieniu do pozostałych usług realizowanych na Rynku 3a i Rynku 3b, w tym w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą sieci dostępowej, której w kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL nie odpowiadają modelowe elementy sieci wskazane powyżej.

### **UZASADNIENIE**

W dniu 20 września 2010 r. Komisja Europejska (dalej „KE”) wydała Zalecenie 2010/572/UE w sprawie regulowanego dostępu do sieci dostępu nowej generacji<sup>2</sup> (dalej „Zalecenie NGA”).

Decyzją z dnia 22 października 2019 r. nr DR.SMP.6041.1.2019.76 (dalej „Decyzja SMP 3a”) Prezes UKE wyznaczył OPL jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3a. W związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3a, OPL ma obowiązek prowadzenia rachunkowości regulacyjnej na podstawie art. 38 Pt oraz kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie art. 39 Pt, objętych tą decyzją<sup>3</sup>.

Decyzją z dnia 22 października 2019 r. nr DR.SMP.6041.2.2019.90 (dalej „Decyzja SMP 3b”) Prezes UKE wyznaczył OPL, jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3b. W związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3b, OPL ma obowiązek prowadzenia rachunkowości regulacyjnej na podstawie art. 38 Pt oraz kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie art. 39 Pt, objętych tą decyzją<sup>4</sup>.

W dniu 6 listopada 2019 r. KE wydała zawiadomienie w sprawie obliczania kosztu kapitału dla istniejącej infrastruktury w kontekście dokonywanego przez KE przeglądu zgłoszeń krajowych w unijnym sektorze łączności elektronicznej pt. „Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector” (Dz. U. UE C375/1)<sup>5</sup> (dalej „Zawiadomienie KE”).

Pismem z dnia 16 lutego 2022 r. Prezes UKE zawiadomił OPL, KIGEiT, Polską Izbę Informatyki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie (dalej „PIIT”), Polską Izbę Komunikacji Elektronicznej z siedzibą w Warszawie oraz Krajową Izbę Komunikacji Ethernetowej z siedzibą w Warszawie o wszczęciu postępowania administracyjnego w przedmiocie określenia wskaźnika WACC stosowanego przez OPL w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt, informując jednocześnie, że zgodnie z art. 31 § 1 pkt 2 kpa organizacja społeczna może wystąpić do organu z żądaniem dopuszczenia jej do udziału w postępowaniu, jeżeli jest to uzasadnione celami statutowymi tej organizacji i gdy przemawia za tym interes społeczny.

<sup>2</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:251:0035:0048:PL:PDF>.

<sup>3</sup> <https://bip.uke.gov.pl/decyzje/decyzje-smp/regulacje-dotyczace-ryнку-3a-i-3b-dla-orange-polska,3.html>.

<sup>4</sup> Ibidem.

<sup>5</sup> źródło: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/commission-publishes-notice-calculation-cost-capital-legacy-infrastructure>.

Pismem z dnia 10 marca 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 10 marca 2022 r.) PIIT wniosła o dopuszczenie do udziału w postępowaniu.

Postanowieniem z dnia 16 marca 2022 r., Prezes UKE dopuścił PIIT do udziału na prawach strony w postępowaniu w sprawie określenia wskaźnika WACC.

Pismem z dnia 18 marca 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 18 marca 2022 r.) OPL przedstawiła stanowisko w sprawie, pismo zostało oznaczone jako zawierające „tajemnicę przedsiębiorstwa”.

Pismem z dnia 22 marca 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 22 marca 2022 r.) KIGEiT wniosła o dopuszczenie do udziału w postępowaniu.

Postanowieniem z dnia 28 marca 2022 r., Prezes UKE dopuścił KIGEiT do udziału na prawach strony w postępowaniu w sprawie określenia wskaźnika WACC.

Pismem z dnia 6 kwietnia 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 6 kwietnia 2022 r.) OPL przedstawiła wersję jawną pisma z dnia 18 marca 2022 r.

Pismem z dnia 27 kwietnia 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 27 kwietnia 2022 r.), OPL przedstawiła stanowisko w sprawie, pismo zostało oznaczone jako zawierające „tajemnicę przedsiębiorstwa”.

Pismem z dnia 27 kwietnia 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 28 kwietnia 2022 r.) OPL przedstawiła wersję jawną pisma z dnia 27 kwietnia 2022 r.

W dniu 2 maja 2022 r. Prezes UKE przedstawił do konsolidacji KE, BEREC<sup>6</sup> i organom regulacyjnym innych państw członkowskich (dalej „NRA”) projekt Zaskarżonej Decyzji.

W dniu 25 maja 2022 r. KE wydała decyzję dotyczącą wszczęcia drugiego etapu postępowania wyjaśniającego na podstawie art. 33 dyrektywy Unii Europejskiej (dalej „UE”) 2018/1972 (dalej „Decyzja KE”). Wątpliwości KE dotyczyły braku przeprowadzenia przez Prezesa UKE konsultacji krajowych projektu Zaskarżonej Decyzji.

W dniu 14 czerwca 2022 r. w związku z Zawiadomieniem KE, BEREC opublikował III raport z dnia 9 czerwca 2022 r. pt. „Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice”<sup>7</sup> (dalej „Raport BEREC III”). W Raporcie BEREC III zostały wskazane wartości parametrów, które NRA będzie stosował w celu wyznaczenia wskaźnika WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej.

W dniu 29 czerwca 2022 r. została opublikowana opinia BEREC<sup>8</sup> w ramach wszczętego przez KE drugiego etapu postępowania wyjaśniającego na podstawie art. 33 dyrektywy (UE) 2018/1972. BEREC stwierdził, iż wątpliwości wskazane w Decyzji KE są uzasadnione.

W dniu 7 lipca 2022 r., pismem z dnia 6 lipca 2022 r., Prezes UKE wycofał projekt Zaskarżonej Decyzji z notyfikacji<sup>9</sup>.

W dniach od 8 września 2022 r. do 10 października 2022 r. Prezes UKE przeprowadził publiczne konsultacje projektu Zaskarżonej Decyzji.

---

<sup>6</sup> ang. Body of European Regulators for Electronic Communications - Organ Europejskich Regulatorów Łączności Elektronicznej.

<sup>7</sup> BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (europa.eu).

<sup>8</sup> BEREC Opinion on Phase II investigation pursuant to Article 33 of Directive (EU) 2018/1972: Cases PL/2022/2370-2371. Market 3a/2014 and Market 3b/2014 – update of WACC parameters in Poland (europa.eu).

<sup>9</sup> Wycofanie notyfikacji WACC - Urząd Komunikacji Elektronicznej (uke.gov.pl).

Pismem z dnia 8 września 2022 r. Prezes UKE zawiadomił Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (dalej „Prezes UOKiK”) oraz strony postępowania o rozpoczęciu publicznych konsultacji projektu Zaskarżonej Decyzji.

Pismem z dnia 7 października 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 7 października 2022 r.) KIGeIT złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie.

Pismem z dnia 6 października 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 7 października 2022 r.) OPL złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie (dalej „Stanowisko OPL”). Fragmenty Stanowiska konsultacyjnego OPL oraz Załącznik nr 1 do przedmiotowego pisma zawierają informacje stanowiące tajemnicę przedsiębiorstwa OPL. Jednocześnie OPL przedstawiła wersję jawną Stanowiska konsultacyjnego OPL.

Pismem z dnia 7 października 2022 r. (data wpływu do UKE w dniu 7 października 2022 r.) T-Mobile Polska S.A. (dalej „T-Mobile”) złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie.

W dniu 4 listopada 2022 r. Prezes UKE przedstawił do konsolidacji KE, BEREC i NRA projekt Zaskarżonej Decyzji.

W dniu 2 grudnia 2022 r. KE wydała decyzję, w której nie zgłosiła żadnych uwag do treści zgłoszonego projektu Zaskarżonej Decyzji.

Pismem z dnia 5 grudnia 2022 r., Prezes UKE zawiadomił OPL, KIGeIT, PIIT, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa, strony mogą zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań.

Postanowieniem z dnia 8 grudnia 2022 r. Prezes UKE ograniczył wgląd KIGeIT i PIIT do informacji stanowiących tajemnicę przedsiębiorstwa OPL zawartych w piśmie z dnia 18 marca 2022 r., z dnia 27 kwietnia 2022 r. oraz w Stanowisku OPL i w Załączniku nr 1 do przedmiotowego stanowiska.

W dniu 20 grudnia 2022 r. Prezes UKE wydał Zaskarżoną Decyzję w sprawie określenia wskaźnika WACC dla OPL.

W dniu 3 stycznia 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 3 stycznia 2023 r.) KIGeIT złożyła Wniosek KIGeIT. KIGeIT zarzuciła Zaskarżonej Decyzji naruszenie prawa materialnego, które miało wpływ na wynik sprawy, tj. art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 kpa poprzez ustalenie wartości wskaźnika WACC w nieprawidłowej wysokości, naruszenie art. 7, art. 8 i art. 9 kpa oraz art. 77 § 1 kpa przez brak wszechstronnej oceny i analizy; brak wyczerpującego wyjaśnienia przyjętego przez Prezesa UKE rozstrzygnięcia, w szczególności wyjaśnienia zasadności przyjęcia poszczególnych parametrów wykorzystywanych do kalkulacji WACC dla OPL i w związku z powyższymi zarzutami, KIGeIT wniosła o:

- uchylenie Zaskarżonej Decyzji w całości i orzeczenie co do istoty sprawy na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 kpa;  
- jednoznaczne określenie, że wyznaczony wskaźnik WACC ma zastosowanie do kalkulacji kosztów na 2024 rok;  
- określenie wskaźnika WACC dla OPL mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2024 uwzględniając:

- wartość Beta „rynkową” w wysokości 0,41 tj. średnią wartość beta aktywów wyznaczoną zgodnie z Raportem BEREC III;
- wartość udziału kapitału obcego odpowiednio w wysokości 42,42% oraz kapitału własnego w wysokości 57,58%, wyznaczoną zgodnie z Raportem BEREC III;
- wartość ERP w wysokości 4,37% wyznaczoną jako średnia geometryczna wartości ERP krajów UE (tabela 11 Raportu BEREC III);

- bez doliczania dodatkowej premii za ryzyko NGA.

W dniu 3 stycznia 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 3 stycznia 2023 r.) OPL złożyła Wniosek OPL. OPL zarzuciła Zaskarżonej Decyzji wyznaczenie wskaźnika WACC FTTH<sup>10</sup> bez uwzględnienia w premii za ryzyko NGA<sup>11</sup> znaczących zmian w otoczeniu makroekonomicznym, w tym w szczególności wzrostu ryzyka specyficznego dla Polski.

Pismem z dnia 16 stycznia 2023 r. Prezes UKE na podstawie art. 61 § 4 kpa zawiadomił OPL, PIIT oraz KIGEiT, iż na Wniosek KIGEiT oraz Wniosek OPL wszczął postępowanie administracyjne w przedmiocie ponownego rozpatrzenia sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji. Jednocześnie, Prezes UKE powiadomił Strony o przysługującym im na podstawie art. 10 § 1 kpa prawie do zapoznania się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także do wypowiedzenia się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań.

W dniach od 24 marca 2023 r. do 24 kwietnia 2023 r. Prezes UKE przeprowadził publiczne konsultacje projektu niniejszej decyzji (dalej „również Decyzja”).

Pismem z dnia 24 marca 2023 r. Prezes UKE zawiadomił Prezesa UOKiK oraz strony postępowania o rozpoczęciu publicznych konsultacji projektu Decyzji.

Pismem z dnia 24 kwietnia 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 24 kwietnia 2023 r.) KIGEiT złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie (dalej „Stanowisko konsultacyjne KIGEiT”).

Pismem z dnia 21 kwietnia 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 26 kwietnia 2023 r.) T-Mobile złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie (dalej „Stanowisko konsultacyjne T-Mobile”).

Pismem z dnia 21 kwietnia 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 24 kwietnia 2023 r.) OPL złożyła stanowisko konsultacyjne w sprawie (dalej „Stanowisko konsultacyjne OPL”), w wersji zawierającej „tajemnicę przedsiębiorstwa OPL” oraz w wersji jawnej.

W dniu 24 maja 2023 r. Prezes UKE przedstawił do konsolidacji KE, BEREC i NRA projekt Zaskarżonej Decyzji.

Postanowieniem z dnia 13 czerwca 2023 r. Prezes UKE ograniczył wgląd KIGEiT i PIIT do informacji stanowiących tajemnicę przedsiębiorstwa OPL zawartych w Stanowisku konsultacyjnym OPL.

W dniu 8 czerwca 2023 r. BEREC opublikował raport pt. „Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice”<sup>12</sup> (dalej „Raport BEREC IV”). W Raporcie BEREC IV zostały wskazane wartości parametrów, które NRA będzie stosował w celu wyznaczenia wskaźnika WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej.

W dniu 19 czerwca 2023 r. (data wpływu do UKE w dniu 20 czerwca 2023 r.) KE wydała decyzję, w której zaakceptowała notyfikowany projekt, przedstawiając jednocześnie uwagi zgodnie z art. 32 ust. 3 Europejskiego kodeksu łączności elektronicznej (dalej „Decyzja KE”). Uwagi dotyczyły sposobu wyznaczenia wartości udziału kapitału oraz udziału zadłużenia przy

---

<sup>10</sup> ang. Fiber to the home.

<sup>11</sup> ang. Next Generation Access.

<sup>12</sup> BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (europa.eu).

obliczaniu wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej, zgodnie z podejściem określonym w Zawiadomieniu KE.

**Po dokonaniu ponownej analizy całości niniejszej sprawy w zakresie określenia wskaźnika WACC, Prezes UKE zważył, co następuje.**

Zgodnie z art. 206 ust. 1 Pt, postępowanie przed Prezesem UKE prowadzone jest na podstawie kpa ze zmianami wynikającymi z Pt oraz ustawy z dnia 7 maja 2010 r. o wspieraniu rozwoju usług i sieci telekomunikacyjnych (t.j.: Dz. U. z 2023 r., poz. 733 ze zm.).

Stosownie do art. 127 § 3 kpa, od decyzji wydanej w pierwszej instancji przez ministra lub samorządowe kolegium odwoławcze nie służy odwołanie, jednakże strona niezadowolona z decyzji może zwrócić się do tego organu z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy, do wniosku tego stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące odwołań od decyzji. Zgodnie z art. 129 § 2 kpa odwołanie wnosi się w terminie 14 (czternastu) dni od dnia doręczenia decyzji stronie, a gdy decyzja została ogłoszona ustnie – od dnia jej ogłoszenia stronie.

Odnosząc brzmienie przywołanych przepisów do okoliczności sprawy należy uznać, iż KIGEiT poprzez przesłanie Wniosku KIGEiT przez PUE<sup>13</sup> w dniu 3 stycznia 2023 r., zachowała wymagany przez przepisy prawa termin 14 (czternastu) dni na złożenie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy (Zaskarżona Decyzja została doręczona KIGEiT w dniu 21 grudnia 2022 r.). Należy również uznać, iż OPL poprzez przesłanie Wniosku OPL przez PUE w dniu 3 stycznia 2023 r., zachowała wymagany przez przepisy prawa termin 14 (czternastu) dni na złożenie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy (Zaskarżona Decyzja została doręczona OPL w dniu 20 grudnia 2022 r.). Należy zatem stwierdzić, że w sprawie zrealizowane zostały przesłanki wynikające z art. 127 § 3 oraz 129 § 2 kpa, upoważniające i zobowiązujące Prezesa UKE do ponownego rozpatrzenia sprawy administracyjnej zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji oraz do wydania nowego rozstrzygnięcia w tym zakresie.

Zgodnie z poglądem ugruntowanym w doktrynie prawa i orzecznictwie sądowym, istotą postępowania odwoławczego jest ponowne merytoryczne rozpoznanie i rozstrzygnięcie sprawy administracyjnej, która była już przedmiotem rozstrzygnięcia organu pierwszej instancji, a nie zaś jedynie kontrola decyzji organu pierwszej instancji, czy też rozpatrzenie zasadności zarzutów podniesionych w odwołaniu (Adamiak, w: Adamiak/Borkowski, Kodeks postępowania administracyjnego Komentarz, wyd.18, 2022, Art. 138 Nb 1, Legalis oraz wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego (dalej „WSA”) w Poznaniu z dnia 27.09.2022 r., sygn. akt II SA/Po 447/22, Lex nr 3416339; wyrok WSA w Łodzi z dnia 30.12.2021 r., sygn. akt II SA/Łd 858/21, Lex nr 3284994; wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego (dalej „NSA”) z dnia 14.09.2021 r., sygn. akt I OSK 3875/18, Lex nr 3270422. Organ jest zobowiązany zatem do ponownego rozważenia wszystkich istotnych dla sprawy okoliczności faktycznych i prawnych, a w razie konieczności do przeprowadzenia uzupełniającego postępowania dowodowego (art. 136 kpa), co w efekcie ma doprowadzić do wydania nowego rozstrzygnięcia w sprawie, które wyeliminuje ewentualne wady decyzji wydanej przez organ pierwszej instancji. Tak ukształtowany zakres postępowania odwoławczego jest wyrazem realizacji wynikającej z art. 15 kpa zasady dwuinstancyjności postępowania administracyjnego, zgodnie z którą obywatel ma prawo do dwukrotnego rozpoznania i rozstrzygnięcia jego sprawy przez kompetentny organ władzy państwowej (Adamiak, w: Adamiak/Borkowski, Kodeks postępowania administracyjnego Komentarz, 2022, wyd. 18, Legalis). Skutkiem złożenia przez stronę odwołania jest zatem zainicjowanie

<sup>13</sup> Platforma Usług Elektronicznych.

administracyjnego toku instancji, w ramach którego następuje przekazanie kompetencji do rozpoznania i rozstrzygnięcia sprawy indywidualnej z organu I instancji na organ II instancji.

W odmienny sposób gwarancje wynikające z zasady dwuinstancyjności zapewniane są w sytuacji, gdy organem właściwym do rozpatrzenia sprawy w pierwszej instancji jest organ administracyjny w randze ministra, nad którym z uwagi na strukturalne ograniczenia administracji publicznej nie występują organy wyższego stopnia. Wówczas uprawnienie strony do dwukrotnego rozpoznania sprawy administracyjnej realizowane jest w ramach instytucji wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy, która uregulowana została w art. 127 § 3 kpa. W tym trybie strona niezadowolona z decyzji wydanej przez ministra lub centralny organ administracji rządowej jest uprawniona do zainicjowania przed tym samym organem drugiego postępowania merytorycznego w tej samej sprawie, do którego odpowiednio należy stosować przepisy kpa dotyczące odwołań. Postępowanie wszczęte wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy kończy się rozstrzygnięciem – sposobem załatwienia sprawy – przewidzianym w art. 138 § 1 kpa (por. wyroki NSA z dnia 17 listopada 2000 r., sygn. akt I SA 1543/99, LEX nr 57182, i z dnia 27 listopada 2001 r., sygn. akt I SA 1011/00, LEX nr 81760). Powyższe oznacza, że organ wydający decyzję na skutek prawidłowo złożonego wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy (Wniosek KIGEiT oraz Wniosek OPL, zostały złożone w określonym 14 (czternasto) dniowym terminie na ich złożenie) „obowiązany jest ponownie rozpoznać i rozstrzygnąć sprawę, która już raz została rozstrzygnięta przez ten organ w ramach działania jako organu pierwszej instancji, przy zastosowaniu takich rozstrzygnięć, które zostały przewidziane w art. 138 § 1 kpa” (tak: wyrok WSA w Warszawie z dnia 20 marca 2007 r., sygn. V SA/Wa 248/07, LEX nr 338253).

Ponadto jak słusznie wskazuje się w nauce przedmiotu: *„Kompetencje organu odwoławczego obejmują zarówno korygowanie wad prawnych decyzji organu pierwszej instancji polegających na niewłaściwie zastosowanym przepisie prawa materialnego, jak i wad polegających na niewłaściwej ocenie okoliczności faktycznych. W przypadku odmiennego rozstrzygnięcia sprawy organ odwoławczy ma kompetencje merytoryczno-reformacyjne. Może wydać decyzję uchylającą w całości lub części i w tym zakresie orzec co do istoty sprawy, w sytuacji gdy uznał, iż rozstrzygnięcie organu pierwszej instancji jest nieprawidłowe z uwagi na niezgodność z przepisami prawa lub z punktu widzenia celowości”* (tak: wyrok WSA w Warszawie z dnia 25 czerwca 2008 r., sygn. VII SA/Wa 504/08, LEX nr 508489). Takiej weryfikacji - kierując się kryterium legalności - dokonał Prezes UKE w niniejszym postępowaniu.

Prezes UKE, rozpatrując wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy, ponownie ocenia kompleksowo cały materiał dowodowy uwzględniając stan faktyczny stwierdzony w czasie wydania Zaskarżonej Decyzji, jak i zmiany stanu faktycznego, które zaszły pomiędzy wydaniem Zaskarżonej Decyzji, a wydaniem decyzji w postępowaniu prowadzonym z wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy.

Z treści art. 138 § 1 kpa wynika, że organ odwoławczy wydaje decyzję, w której:

- 1) utrzymuje w mocy zaskarżoną decyzję,
- 2) uchyla zaskarżoną decyzję w całości albo w części i w tym zakresie orzeka co do istoty sprawy albo uchylając tę decyzję - umarza postępowanie pierwszej instancji w całości albo w części, albo
- 3) umarza postępowanie odwoławcze.

Po dokonaniu ponownego rozpatrzenia całości niniejszej sprawy z zachowaniem wyżej przytoczonych standardów postępowania odwoławczego, Prezes UKE postanowił na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 kpa uchylić Zaskarżoną Decyzję w całości i orzec co do istoty sprawy. Zdaniem Prezesa UKE, przy ponownym rozpatrzeniu sprawy należało w szczególności uwzględnić fakt, że w dniu 14 czerwca 2023 r. tj. po wydaniu Zaskarżonej Decyzji, opublikowany został Raport BEREC IV. Prezes UKE wziął pod uwagę również wyniki postępowania konsolidacyjnego przeprowadzonego w dniach 24 maja 2023 r. - 19 czerwca 2023 r. oraz zmianę wysokości premii za ryzyko NGA, która posłużyła do wyznaczenia wysokości wskaźnika WACC FTTH w odniesieniu do infrastruktury światłowodowej, a także pozostały materiał dowodowy w sprawie. Zmiana wysokości premii za ryzyko NGA w postaci jej obniżenia nastąpiła w wyniku aktualizacji danych przez Prezesa UKE poprzez ponowne pozyskanie informacji w sierpniu 2023 r. związanych ze stosowaniem premii za ryzyko NGA przy określaniu wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej od 26 NRA. Aktualizacja danych dotyczy wysokości premii za ryzyko NGA w krajach UE, które taką premię stosują. Szczegółowe wyjaśnienie motywów rozstrzygnięcia podjętego w niniejszej decyzji przedstawione zostało poniżej.

Prezes UKE ponownie zbadał wszystkie okoliczności faktyczne związane ze sprawą, zgodnie z zasadami prawdy obiektywnej i oficjalności (art. 7 kpa i art. 77 kpa) oraz zasadą pogłębiania zaufania obywateli do władzy publicznej (art. 8 kpa). Ponadto, Prezes UKE oparł się na materiale dowodowym zgromadzonym w sprawie, dokonując wszechstronnej oceny jego znaczenia i wartości dla toczącej się sprawy. Biorąc powyższe pod uwagę, po ponownym rozpatrzeniu sprawy Prezes UKE, opierając się na zebranych w sprawie materiale dowodowym, treści Wniosku KIGEiT i Wniosku OPL oraz uwzględniając art. 53 ust. 1 Pt, podjął decyzję o uchyleniu Zaskarżonej Decyzji w całości i wydaniu w tym zakresie rozstrzygnięcia.

Uzasadniając powyższe wskazać należy, że zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt, Prezes UKE określa corocznie, w drodze decyzji, dla przedsiębiorcy telekomunikacyjnego, na którego nałożył obowiązek prowadzenia kalkulacji kosztów, wskaźnik WACC, który przedsiębiorca telekomunikacyjny stosuje w kalkulacji kosztów, uwzględniając udokumentowane koszty pozyskania kapitału, pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym, typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz koszty zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach.

Zgodnie z art. 2 pkt 14 Pt kalkulacja kosztów to wyliczenie przez przedsiębiorcę telekomunikacyjnego kosztów związanych ze świadczeniem usług, odrębnie dla każdej z usług, dla której przedsiębiorca jest obowiązany prowadzić kalkulację kosztów, zgodnie z zatwierdzonym na dany rok obrotowy przez Prezesa UKE opisem kalkulacji kosztów. Dodatkowo zgodnie z art. 50 ust. 2 Pt kalkulację kosztów przeprowadza przedsiębiorca telekomunikacyjny, na którego nałożono obowiązek na podstawie art. 39 Pt lub art. 46 Pt. W Decyzji SMP 3a i w Decyzji SMP 3b na OPL nałożono obowiązek, o którym mowa w art. 39 Pt, tj. kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego, wskazując sposoby kalkulacji kosztów, jakie operator powinien stosować na podstawie przepisów rozporządzenia, o którym mowa w art. 51 Pt, zgodnie z zatwierdzonym przez Prezesa UKE opisem kalkulacji kosztów oraz stosowania opłat z tytułu dostępu telekomunikacyjnego, uwzględniających zwrot uzasadnionych kosztów operatora. Biorąc pod uwagę powyższe Prezes UKE uznał, że przesłanka do określenia wskaźnika WACC w trybie art. 53 ust. 1 Pt została spełniona.

W pierwszej kolejności podkreślenia wymaga, że na dzień wydania niniejszej decyzji, zmianie uległ stan faktyczny sprawy, stanowiący podstawę wydania Zaskarżonej Decyzji. Dostępne



są bowiem bardziej aktualne dane (tj. Raport BEREC IV), zatem ponownie analizując kwestię poprawności kalkulacji wskaźnika WACC, prowadzącą do jego określenia w drodze decyzji, Prezes UKE oparł się na szczegółowych wytycznych w zakresie metodyki przedstawionej w Zawiadomieniu KE oraz wartości poszczególnych parametrów służących wyznaczeniu wskaźnika WACC zaprezentowanych w aktualnym Raporcie BEREC IV. W Raporcie BEREC IV zamieszczone zostały nowe wartości parametrów służące kalkulacji WACC dla infrastruktury miedzianej, które są wyższe w porównaniu z wartościami parametrów zamieszczonych w Raporcie BEREC III, w konsekwencji czego zmianie na wyższą uległa również wartość wskaźnika WACC. W związku z tym Prezes UKE zmienił rozstrzygnięcie podjęte w Zaskarżonej Decyzji, w której ustalając wysokość wskaźnika WACC opierał się na wytycznych zawartych w Raporcie BEREC III. Prezes UKE uznał za właściwe, w ramach ponownej merytorycznej analizy całej sprawy, zbadanie, przyjęcie i ustalenie wskaźnika WACC na podstawie danych z Raportu BEREC IV.

Jak wynika z Raportu BEREC IV, odnosząc się do poszczególnych parametrów służących wyznaczeniu wskaźnika WACC, w przypadku parametrów odzwierciedlających ogólne warunki ekonomiczne, BEREC oszacował RFR<sup>14</sup> dla każdego państwa członkowskiego oraz jednolitą ogólnounijną ERP<sup>15</sup>. W przypadku parametrów specyficznych dla przedsiębiorstwa, BEREC opracował wykaz przedsiębiorstw odpowiednich do uwzględnienia w grupie podobnych przedsiębiorstw tzw. „peer group” i oszacował wartość współczynnika Beta<sup>16</sup>, wskaźnik gearing<sup>17</sup> (w konsekwencji udział kapitału własnego i kapitału obcego), premię z tytułu zadłużenia (Debt Premium - DP<sup>18</sup>) dla każdego przedsiębiorstwa ujętego w tym wykazie. Raport BEREC IV opisuje również czynniki uzasadniające usunięcie jednej lub większej liczby firm z grupy porównawczej BEREC w celu uwzględnienia specyfiki kraju. Zgodnie z nowymi wytycznymi Raportu BEREC IV, aby odzwierciedlić specyfikę kraju, NRA powinni w razie potrzeby zmienić spółki należące do grupy porównawczej, wybierając te, które najlepiej odzwierciedlają ich specyfikę krajową. Może to oznaczać usunięcie spółek z grupy porównawczej, ale nie dodawanie innych. Niemniej tam, gdzie to możliwe, NRA powinni również utrzymywać jak najszerszą grupę porównawczą, wykorzystując przedsiębiorstwa wymienione w tabeli 3 Raportu BEREC IV, które są reprezentatywne dla specyfiki kraju.

Podczas szacowania parametrów BEREC wzięt pod uwagę założenia wspólne dla kilku parametrów wskaźnika WACC, takie jak okres uśredniania danych i metodę uśredniania. Takie podejście ma na celu zapewnienie „wewnętrznej spójności” szacunków. Dla zachowania spójności w ustalaniu wszystkich parametrów jako datę końcową w Raporcie BEREC IV przyjęto dzień 1 kwietnia 2023 r.

Prezes UKE, określając wskaźnik WACC, stosował zatem wartości parametrów z Raportu BEREC IV i na podstawie tych parametrów przyjął jednolitą wartość RFR i ERP oraz zastosował średnie arytmetyczne wartości wskaźnika gearing, Debt Premium oraz Betę

<sup>14</sup> ang. Risk Free Rate – stopa wolna od ryzyka to wymagany przez inwestorów zwrot z inwestycji wolnej od ryzyka.

<sup>15</sup> ang. Equity Risk Premium - oczekiwany przez inwestorów zwrot przewyższający stopę zwrotu wolną od ryzyka z tytułu dodatkowego ryzyka związanego z inwestycją rynkową.

<sup>16</sup> Wartość Beta jest kowariancją między zwrotem z aktywów (zazwyczaj wartością rynkową przedsiębiorstwa) a zyskiem rynkowym (zazwyczaj wartością rynkową indeksu giełdowego, która ma odzwierciedlać cały rynek lub gospodarkę) podzieloną przez wariancję zysku rynkowego. W przypadku akcji o wartości współczynnika Beta większej niż 1,0 wpływ ogólnych zmian rynkowych jest relatywnie większy, podczas gdy w przypadku akcji o wartości współczynnika Beta między 0 a 1,0 wpływ ogólnych zmian rynkowych jest relatywnie mniejszy. Na przykład wartość Beta na poziomie 0,5 oznacza, że gdyby rynek zmniejszył się o 1 %, można by oczekiwać spadku wartości inwestycji o 0,5 %. Wartość Beta na poziomie 1,5 oznacza, że gdyby rynek zmniejszył się o 1 %, można by oczekiwać spadku wartości inwestycji o 1,5 %.

<sup>17</sup> Wskaźnik stosunku kapitałów własnych do obcych.

<sup>18</sup> Premia z tytułu zadłużenia.

opierając się na pełnej liście spółek z grupy porównawczej. Zdaniem Prezesa UKE, wartości w takim ujęciu uwzględniają specyfikę funkcjonowania przedsiębiorstwa, jakim jest OPL jako operator funkcjonujący w ramach UE.

Biorąc pod uwagę przesłankę udokumentowanych kosztów pozyskania kapitału, na potrzeby wyliczenia wysokości wskaźnika WACC, Prezes UKE, ponownie merytorycznie rozpatrując sprawę zakończoną wydaniem Zaskarżonej Decyzji, oparł się na danych finansowych wskazanych w Raporcie BEREC IV. Prezes UKE przyjął stopę wolną od ryzyka (RFR) dla Polski w wysokości 3,15% (tabela 2 Raportu BEREC IV), Debt Premium w wysokości 1,48% jako średnia arytmetyczna tych wartości dla grupy porównawczej (tabela 4 Raportu BEREC IV), Equity Beta 0,64 oraz gearing 45,36% jako średnia arytmetyczna tych wartości dla grupy porównawczej (tabela 6 Raportu BEREC IV), ERP 5,92% (tabela 11 Raportu BEREC IV). W oparciu o wartość gearing 45,36% Prezes UKE, wyprowadził do wzoru dla WACC wartości dla struktury kapitału: Wartość gearing (g) posłużyła do wyznaczenia udziału kapitału obcego na poziomie 45,36%, a następnie do wyznaczenia kapitału własnego na poziomie 54,64% jako różnica wartości 100%-45,36%.

Przez pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym (o której wspomina art. 53 ust. 1 Pt), należy rozumieć jego miejsce w grupie przedsiębiorstw pozyskujących zewnętrzne źródła finansowania (kapitały obce) na rynku kapitałowym (ryнку instrumentów średnio i długoterminowych, służących do pozyskiwania kapitału przez ich emitentów<sup>19</sup>) poprzez instrumenty tego rynku (np. akcje, obligacje, kredyty itp.).

Prezes UKE wskazuje, iż w tym względzie należy odnieść się do grupy porównawczej z Raportu BEREC IV pkt 3.4, tabela 3. Według Raportu BEREC IV, grupa porównawcza została zdefiniowana poprzez wybór spółek spełniających kryteria z Zawiadomienia KE. Spółki w grupie porównawczej:

- są notowane na giełdzie i posiadają akcje w obrocie;
- posiadają i inwestują w infrastrukturę łączności elektronicznej;
- mają główne operacje zlokalizowane na terenie UE;
- posiadają rating inwestycyjny (rating kredytowy BB- lub wyższy);
- nie są lub w ostatnim czasie nie były zaangażowane w żadne istotne fuzje i przejęcia.

BEREC zastosował ww. kryteria, jak również biorąc pod uwagę specyfikę kraju, przygotował listę spółek, które znalazły się w grupie porównawczej edycji raportu BEREC z dnia 8 czerwca 2023 r. (raport BEREC podlega corocznej aktualizacji). Źródłem danych przyjętym do sprawdzenia, czy spółka jest notowana na giełdzie, był serwis Bloomberg'a.

Tabela 1. Grupa porównawcza 2023 r.

Lp.	Spółka	Kraj	S&P <sup>20</sup> rating kwiecień 2022 r.	Rating z ostatniego przeglądu S&P	Symbol giełdowy spółki
1	Deutsche Telekom-AG	Niemcy	BBB	23 maja 2022 r.	DTE GR
2	DIGI Communication N.V.	Rumunia	BB-	28 marca 2023 r.	DIGI BVB
3	Elisa Oyj	Finlandia	BBB+	28 marca 2023 r.	ELISA FH
4	Koninklijke KPN N.V.	Holandia	BBB	27 marca 2023 r.	KPN NA

<sup>19</sup> Źródło: Rynek kapitałowy i terminowy, S. Thiel, Warszawa, październik 2010, Wydanie II zaktualizowane, s. 139 ([http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek%20kapitalowy\\_tcm75-25920.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek%20kapitalowy_tcm75-25920.pdf)).

<sup>20</sup> agencja ratingowa Standard & Poor's.

5	NOS	Portugalia	BBB-	28 marca 2023 r.	NOS PT
6	Orange S.A.	Francja	BBB+	28 września 2022 r.	ORA FP
7	Proximus S.A.	Belgia	BBB+	7 lutego 2023 r.	PROX BB
8	Tele 2 AB	Szwecja	BBB	26 listopada 2022 r.	TEL2B SS
9	Telecom Italia	Włochy	B+	14 października 2022 r.	TIT_MI
10	Telefonica	Hiszpania	BBB-	15 grudnia 2022 r.	TEF SM
11	Telekom Austria AG	Austria	A-	25 października 2022 r.	TKA AV
12	Telenet Group Holding N.V.	Belgia	BB-	18 października 2022 r.	TNET BB
13	Telenor	Norwegia	A-	18 maja 2022 r.	TEQ
14	Telia Company AB	Szwecja	BBB+	25 stycznia 2023 r.	TELIA SS
15	Vodafone Group plc	Wielka Brytania	BBB	14 listopada 2022 r.	VOD LN

źródło: Raport BEREC IV

Jednym z kryteriów były informacje na temat ratingu kredytowego publikowanego przez agencję ratingową S&P. S&P przyznaje oceny ratingowe w skali od „AAA” do „D”, które służą do przekazywania opinii na temat poziomu ryzyka kredytowego przedsiębiorstwa czy kraju. Spółki znajdujące się w grupie porównawczej opracowanej przez BEREC prezentuje tabela 1.

Premia za ryzyko – Dept Premium – DP jest czynnikiem stosowanym w wyliczeniu kosztu kapitału obcego, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części Decyzji. Premia za ryzyko stanowi rekompensatę, dodatkowy zwrot, którego pożyczkodawcy żądają od firmy o danym ryzyku kredytowym ponad wartość RFR. Prezes UKE przyjął wartość DP na poziomie 1,48% dysponując wartością DP wynikającą z Raportu BEREC IV pkt 4.5, tabela 4. Parametr DP został bezpośrednio implementowany do ogólnej formuły WACC.

Kolejnym czynnikiem wymienionym w art. 53 ust. 1 Pt jest typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Przez ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału należy rozumieć sytuację nieuzyskania oczekiwanego zwrotu przez właściciela zaangażowanego kapitału. W literaturze przedmiotu<sup>21</sup> wskazuje się, że ryzyko jest mierzone poprzez współczynnik ryzyka Beta, który wyraża się relacją zmienności stopy zwrotu z danego instrumentu (np. akcji) w stosunku do zmienności rynkowej stopy zwrotu. Współczynnik Beta jest miernikiem ryzyka systematycznego wynikającego z uwarunkowań makroekonomicznych związanych ze wzrostem stóp procentowych oraz ryzyka związanego z popytem, dotyczącego wszystkie przedsiębiorstwa w gospodarce.

Współczynnik Beta jest jednym ze współczynników służących do wyliczenia kosztu kapitału własnego (Equity), przyjmowanych we wzorze do wyliczenia wskaźnika WACC. Prezes UKE przyjął wartość Bety kapitału własnego (Beta Equity) na poziomie 0,64 dysponując wartością Bety kapitału własnego z Raportu BEREC IV pkt 5.5, tabela 6. Parametr jako średnia arytmetyczna dla grupy porównawczej został bezpośrednio implementowany do formuły WACC.

<sup>21</sup> Źródło: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 43.

Ponadto, należy zwrócić uwagę, że przy określaniu kosztu kapitału własnego (E) oprócz wymienionego powyżej współczynnika Beta, typowe ryzyko związane z zaangażowanym kapitałem, odzwierciedlone zostało przez stopę wolną od ryzyka. Stopa wolna od ryzyka (RFR) jest oczekiwaną stopą zwrotu z aktywów, które w teorii nie są obciążone ryzykiem w ogóle, tj. z których oczekiwane zyski są pewne.

Obliczenie przez BEREC stopy wolnej od ryzyka oparto w Raporcie BEREC IV na danych uzyskanych z serwisu Eurostat – wiarygodnego, przejrzystego i publicznie dostępnego źródła informacji w odniesieniu do dochodu z obligacji skarbowych krajów członkowskich UE. Jak wynika z Raportu BEREC IV, został przyjęty dochód z obligacji skarbowych na rynku wtórnym, bez podatku, z rezydualnym terminem zapadalności wynoszącym 10 lat<sup>22</sup>. Dochód z 10 letnich obligacji zazwyczaj jest bardziej stabilny niż w przypadku obligacji o krótszym terminie zapadalności i bardziej spójny z długim cyklem życia inwestycji w sieciach łączności elektronicznej.

Kolejny element uwzględniany przy określaniu kapitału własnego, obejmujący typowe ryzyko związane z zaangażowanym kapitałem, to premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (ERP), która określa średnią stopę zwrotu, ponad stopę wolną od ryzyka, wymaganą przez akcjonariuszy w długim horyzoncie inwestycyjnym. W Raporcie BEREC IV obliczenia ERP są oparte na zbiorze danych z serwisu Morningstar i danych pochodzących z serwisu Bloomberg'a przy użyciu „implikowanej metody wyceny”<sup>23</sup>.

Jak już wskazano, art. 53 ust. 1 Pt stanowi podstawę do uwzględnienia w kalkulowaniu wskaźnika WACC poziomu typowego ryzyka, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Ponieważ nowe przedsięwzięcia inwestycyjne w telekomunikacji związane są z wykorzystaniem nowych technologii, można więc pośrednio powiązać wysokość wskaźnika WACC ze zmianami stosowanych technologii. Dwa kryteria wymienione w art. 53 ust. 1 Pt mogą prowadzić do uwzględnienia takiej zależności. Po pierwsze, Prezes UKE przy kalkulowaniu wskaźnika WACC powinien wziąć pod uwagę ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, co oznacza, że powinien być uwzględniony rodzaj inwestycji niezbędnych przy zastosowaniu nowych technologii, o ile jest on związany z innym poziomem ryzyka niż dominująca dotychczas technologia (premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową, o której szczegółowo będzie mowa w dalszej części Decyzji). Po drugie, możliwe jest zastosowanie kryterium kosztów zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach, przyjmując za podstawę porównania rynki określonych usług, np. usług szerokopasmowych opartych na dostępie światłowodowym w innych krajach, w których inwestycje takie przeprowadzono, pozyskując na nie środki na rynkach finansowych.

Przez koszt zaangażowania kapitału na rynkach porównywalnych można rozumieć koszty zaangażowania kapitału albo na innych rynkach regulowanych w ogóle (tj. rynku telekomunikacyjnym, energetycznym, pocztowym czy kolejowym), albo na rynkach z sektora telekomunikacyjnego w innych krajach.

---

<sup>22</sup> Rezydualny termin zapadalności to czas pozostały do spłaty obligacji. Pozostały okres zapadalności powinien być jak najbliższy 10 lat, ponieważ zalecany rezydualny termin zapadalności obligacji powinien wynosić od 9,5 do 10,5 roku.

<sup>23</sup> Obliczenie, które można nazwać implikowaną metodą wyceny, opiera się według Raportu BEREC na następujących trzech krokach. Najpierw określa się główny indeks akcji dla każdego rynku wraz z rocznym wskaźnikiem P/E (ceny akcji/zysków spółki na akcję) dla każdego indeksu pobranego z Bloomberg'a zapewnia wycenę każdego rynku akcji. Po drugie, obliczana jest odwrotność wskaźnika P/E ( $1/(P/E)$ ), który jest stopą zysku. Jest to procent tego, ile firma zarabia na jednej akcji, czyli w tym przypadku, ile zarabiają wszystkie akcje w indeksie. Odzwierciedla to zwrot z inwestycji w kapitał. Trzecim krokiem jest odjęcie średniej rocznej stopy procentowej wolnej od ryzyka długoterminowych obligacji skarbowych od zysku, co daje premię za ryzyko kapitałowe w ujęciu rocznym.

Powyższa przesłanka znajduje zatem swoje odzwierciedlenie w parametrach przyjętych przez Prezesa UKE we wzorze służącym do wyliczenia wysokości wskaźnika WACC, które odnoszą się do rynków porównywalnych. Jednym z nich jest wskaźnik ERP zaczerpnięty przez BEREC z serwisu Morningstar i Bloomberg (zgodnie z Raportem BEREC IV). Wysokość tego wskaźnika została oszacowana przez BEREC w oparciu o roczne zwroty akcji i obligacji. Ogólnounijnym ERP, jest średnią ważoną ERP przy użyciu historycznych szeregów czasowych dla 13 państw członkowskich UE z lat 1900 r. – 2022 r. oraz historycznych szeregów czasowych dla 15 państw członkowskich UE nieuwzględnionych w zestawie danych serwisu Morningstar obliczonych przy użyciu metody wyceny z wykorzystaniem serwisu Bloomberg (zgodnie z Raportem BEREC IV).

Jak wynika z powyższych szczegółowych rozważań, wymienione w art. 53 ust. 1 Pt przesłanki określenia kosztu zaangażowania kapitału na rynkach porównywalnych, zostały uwzględnione w niniejszym postępowaniu, w ramach ponownej merytorycznej analizy niniejszej sprawy, z uwzględnieniem wytycznych wynikających z aktualnego na dzień wydania niniejszej Decyzji Raportu BEREC IV.

### 1. Określenie wskaźnika WACC

Koszt kapitału wyznacza koszt finansowania przedsiębiorstwa i odpowiada minimalnej oczekiwanej przez właścicieli kapitału stopie zwrotu, od której uzależnione jest podjęcie decyzji o dokonaniu inwestycji. Jak wskazuje poniższa tabela zaczerpnięta z raportu Frontier Economics pt. „*Input data and intermediate calculations*”<sup>24</sup> przygotowanego dla Institute Luxembourgeois de Regulation (ILR), można wskazać na cztery istotne cechy regulacyjnego kosztu kapitału.

Tabela 2. Cztery istotne cechy kosztu kapitału

Cechy	Opis
<b>Odzwierciedlające ryzyko inwestycyjne</b>	Im większe ryzyko tym większa oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu.
<b>Odzwierciedlające alternatywny koszt</b>	Koszt kapitału musi być wystarczający, aby zachęcić inwestora do kolejnych inwestycji.
<b>Zorientowane przyszłościowo</b>	Przyszłe zyski są niepewne, więc koszt kapitału jest spodziewaną stopą zwrotu.
<b>Określone przez rynek</b>	Koszt kapitału zależy od równowagi między podażą i popytem na kapitał.

źródło: Opracowano na podstawie raportu Frontier Economics, marzec 2014 r.

Metodyka służąca określeniu zwrotu stosownej części zainwestowanego kapitału opiera się na powszechnie stosowanej formule średnioważonego kosztu kapitału – wskaźnika WACC i stosowana jest przez regulatorów z różnych sektorów (energetyka, poczta, telekomunikacja) zarówno krajowych, jak i z innych krajów UE.

Wykorzystanie wskaźnika WACC jako miary poziomu uzasadnionego zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału jest powszechnie stosowaną praktyką wśród NRA, jest również rekomendowaną w Zawiadomieniu KE oraz w Raporcie BEREC IV i poprzednich jego edycjach. Wskaźnik WACC jest miarą uwzględniającą dostępne źródła finansowania firm - kapitał własny (ang. equity) i kapitał obcy (ang. debt - m.in. kredyty, pożyczki, dłużne papiery wartościowe) powszechnie wykorzystywane w działalności gospodarczej, w tym przez przedsiębiorstwa telekomunikacyjne. Wskaźnik WACC prezentuje wartość średnią kosztu

<sup>24</sup>źródło:<http://docplayer.net/15277679-Input-data-and-intermediate-calculations-a-report-prepared-for-ilr-march-2014-frontier-economics-ltd-london.html>.

zaangażowanego kapitału przy uwzględnieniu poszczególnych zróżnicowanych kosztów każdego ze źródeł finansowania oraz ich struktury (udziału kapitału własnego i obcego w łącznym kapitale finansującym działalność przedsiębiorstwa). Wskaźnik WACC można obliczyć za pomocą następującego wzoru:

$$WACC = r_e \times \frac{E}{D + E} + r_d \times \frac{D}{D + E}$$

gdzie:

$r_e$  – koszt kapitału własnego;

$r_d$  – koszt kapitału obcego;

$E$  – kapitał własny;

$D$  – kapitał obcy;

$E/D+E$  – udział kapitału własnego w kapitale całkowitym;

$D/D+E$  – udział kapitału obcego w kapitale całkowitym.

Wzór w ww. kształcie został wskazany w Zawiadomieniu KE i zastosowany w Zaskarżonej Decyzji i niniejszej Decyzji. Powyższa formuła jest formułą podstawową, wymagającą uwzględnienia stopy podatku dochodowego. Dla określenia wskaźnika WACC Prezes UKE przyjął powszechnie stosowaną formułę<sup>25</sup> w następującym kształcie:

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

NRA zazwyczaj podnoszą koszt kapitału (*po opodatkowaniu*) – aby spełnić wymogi inwestorów kapitałowych oszacowane według kapitałowego modelu wyceny aktywów – do kosztu kapitału *przed opodatkowaniem*.

Wartość WACC *przed opodatkowaniem* oblicza się przez podzielenie wartości WACC *po opodatkowaniu* przez  $(1 - T_c)$ , aby uwzględnić podatek od osób prawnych; wartość tę można wyrazić następująco:

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

gdzie:

–  $RE$  - koszt kapitału własnego;

–  $RD$  - koszt kapitału obcego;

–  $E$  - wartość kapitału własnego, stanowi udział kapitału własnego w wartości przedsiębiorstwa ( $D+E$ );

–  $D$  - wartość kapitału obcego, stanowi udział zadłużenia w wartości przedsiębiorstwa ( $D+E$ );

–  $T_c$  - stopa podatkowa CIT - 19%;

– WACC post – tax - wskaźnik po uwzględnieniu podatku;

– WACC pre – tax - wskaźnik przed uwzględnieniem podatku;

–  $1 - T_c$  – tarcza podatkowa.

Wskaźnik WACC pre - tax został określony w oparciu o parametry z Raportu BEREC IV, ich wartości ustalono stosując 5 letnie okresy uśredniania, daty graniczne od 1 kwietnia 2018 r. – 31 marca 2023 r. 5 letnie okresy uśredniania zostały uznane jako te, które najlepiej odzwierciedlają zwroty z inwestycji telekomunikacyjnych (str. 14 Raportu BEREC IV).

---

<sup>25</sup>źródło: Annex to the "Draft ERG Opinion on the proposed Review of the Recommendation on cost accounting and accounting separation" – Draft text prepared for consultation by the IRG WG RA – [http://www.anacom.pt/streaming/annex\\_erg0415.pdf?contentId=195116&field=ATTACHED\\_FILE](http://www.anacom.pt/streaming/annex_erg0415.pdf?contentId=195116&field=ATTACHED_FILE).

## 1.1 Stopa wolna od ryzyka (RFR)

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość stopy wolnej od ryzyka (RFR) wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC IV na poziomie 3,15%. Wartość tego parametru zmieniła się względem wartości wynikającej z Raportu BEREC III, która wynosiła 2,51 %. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji.

Stopa wolna od ryzyka (RFR) to stopa zwrotu, jaką inwestor spodziewałby się osiągnąć z inwestycji w instrumenty finansowe, które teoretycznie nie niosą ze sobą żadnego ryzyka niewykonania zobowiązania, takie jak obligacje rządowe. Jednak nawet najbezpieczniejsze inwestycje mogą wiązać się z pewnym ryzykiem niewykonania zobowiązania. W modelu CAPM<sup>26</sup> stopa wolna od ryzyka jest parametrem służącym do obliczania kosztu kapitału własnego i kosztu kapitału obcego:

koszt kapitału własnego = stopa wolna od ryzyka + Beta x premia za ryzyko kapitałowe;

koszt kapitału obcego = stopa wolna od ryzyka + premia za zadłużenie.

W Raporcie BEREC IV wskazano, że dotychczasowa praktyka większości NRA polegała na obliczaniu stopy wolnej od ryzyka przy użyciu rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych<sup>27</sup>. Obliczenie dla każdego kraju, stopy wolnej od ryzyka w Raporcie BEREC IV opierało się na danych uzyskanych z serwisu Eurostat (dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego, dalej „EBC”) jako oficjalnego publicznie dostępnego źródła danych UE. Według Raportu BEREC IV w przeszłości Estonia nie wyemitowała żadnych 10-letnich obligacji rządowych, które byłyby zgodne z definicją długoterminowych stóp procentowych do celów konwergencji, aż do maja 2022 r. EBC nie był również w stanie zidentyfikować żadnego odpowiedniego wskaźnika zastępczego, który mógłby być wykorzystany jako alternatywa. W związku z tym Eurostat zharmonizował serie danych dla wszystkich państw członkowskich, z wyjątkiem Estonii, do czerwca 2020 r., kiedy takie dane stały się dostępne dla Estonii. Aby zaradzić temu brakowi danych dla Estonii, BEREC zastosował dla Estonii tę samą stopę wolną od ryzyka, jaką zastosowano dla innego kraju UE o podobnych cechach i ratingu kredytowym, aby uzyskać miesięczne stopy zwrotu z długoterminowych obligacji skarbowych do czasu ich udostępnienia, to jest do maja 2020 r.

W Raporcie BEREC IV mamy również zawarte informacje o tym, iż Eurostat nie gromadzi odpowiednich danych dla Islandii i Norwegii, w związku z tym dane dotyczące Islandii i Norwegii zostały opracowane przez BEREC na podstawie obligacji referencyjnych z 10letnim rezydualnym terminem zapadalności. Wybór obligacji, które zostały uwzględnione, został oparty na danych z serwisu Bloomberg.

Jak wskazano w Raporcie BEREC IV rating kredytowy kraju odzwierciedla stopę oprocentowania prywatnych pożyczek lub obligacji rządowych ze względu na podstawowe ryzyko związane z danym krajem. Tym samym z punktu widzenia inwestora stanowi premię za ryzyko. Poziom premii za ryzyko zależy od ogólnej sytuacji gospodarczej, stabilności politycznej i wiarygodności kredytowej kraju. Czynniki te są brane pod uwagę przez agencje ratingowe, takie jak Fitch, Moody's i Standard & Poor's przy ustalaniu oceny ryzyka kraju. Rating zwykle odpowiada ratingowi kredytowemu obligacji rządowych danego kraju. Średnia z pięciu lat została oszacowana z uwzględnieniem porównywalnych zwrotów pod względem ratingu kredytowego. W tym celu wykorzystano rating Moody's.

<sup>26</sup> Capital Asset Pricing Model.

<sup>27</sup> BEREC Report, Regulatory Accounting in Practice 2019, Chapter 5.2.1 Risk Free Rate, Figure 9 Methodology used to estimate RFR (fixed market), BoR (19) 240, 5 December 2019.

Dane w zakresie ustalenia stopy wolnej od ryzyka odnoszą się do rentowności obligacji rządowych na rynku wtórnym, bez uwzględnienia podatku, z okresem zapadalności 10 lat w przypadku każdego państwa członkowskiego. Okres uśredniania stosowany przez BEREC do obliczania stopy wolnej od ryzyka dla każdego kraju wynosi pięć lat (1 kwietnia 2018 r. – 31 marca 2023 r.) i jest oparty na miesięcznych danych uzyskanych z serwisu Eurostat. Zastosowana metoda uśredniania to średnia arytmetyczna. Tabela 3 przedstawia dane dla każdego kraju w UE. Wartość stopy wolnej od ryzyka dla Polski to 3,15%.

Tabela 3. Stopa wolna od ryzyka w krajach UE.

Kraj	Rating kredytowy kraju	5 letnia średnia arytmetyczna
Austria	AA1	0,54
Belgia	AA3	0,62
Bułgaria	BAA1	0,76
Chorwacja	BAA1	1,56
Cypr	BA1	1,61
Republika Czeska	AA3	2,32
Dania	AAA	0,36
Estonia	A1	0,93
Finlandia	AA1	0,53
Francja	AA2	0,59
Niemcy	AAA	0,17
Grecja	BA3	2,49
Węgry	BAA2	3,97
Irlandia	AA3	0,70
Włochy	BAA3	2,05
Łotwa	A3	0,84
Litwa	A2	0,45
Luksemburg	AAA	0,39
Malta	A2	1,20
Holandia	AAA	0,33
<b>Polska</b>	<b>A2</b>	<b>3,15</b>
Portugalia	BAA2	1,16
Rumunia	BAA3	4,98
Słowacja	A2	0,75
Słowenia	A3	0,77
Hiszpania	BAA1	1,09
Szwecja	AAA	0,56
Islandia	A2	3,76
Norwegia	AAA	1,73

źródło: Raport BEREC IV.

Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL, przyjął wyliczoną przez BEREC wartość stopy wolnej od ryzyka przypisaną dla Polski w wysokości 3,15%. Zdaniem Prezesa UKE wykorzystanie obligacji długoterminowych, które są mniej zmienne niż obligacje krótkoterminowe, jest zgodne z długoterminowym charakterem inwestycji w infrastrukturę telekomunikacyjną. Wykorzystanie krajowych obligacji rządowych Polski, wraz ze spójną metodyką, zapewni, iż stopa wolna od ryzyka dla Polski uwzględni ryzyko właściwe dla Polski i odzwierciedla jej warunki finansowania na tle innych państw członkowskich.



## 1.2 Premia za zadłużenie i koszt kapitału obcego

Koszt kapitału obcego definiuje się jako odsetki lub koszt finansowy poniesiony przez firmę za jej finansowanie kapitałem obcym. Koszt kapitału obcego można wyrazić jako sumę stopy wolnej od ryzyka i premii za zadłużenie:

koszt kapitału obcego = stopa wolna od ryzyka + premia za zadłużenie.

Premia za zadłużenie to dodatkowy zwrot, jakiego pożyczkodawcy lub inwestorzy wymagają od spółki powyżej stopy wolnej od ryzyka. Poziom premii za zadłużenie zależy w dużej mierze od postrzeganego ryzyka kredytowego i ratingu kredytowego. Premię za zadłużenie można oszacować na podstawie rentowności obligacji korporacyjnych powyżej oprocentowania długoterminowych obligacji rządowych.

Premię za zadłużenie oblicza się jako:

premia za zadłużenie = koszt długu - stopa wolna od ryzyka.

W celu obliczenia premii za zadłużenie BEREC w Raporcie BEREC IV oszacował, zgodnie z ustaloną praktyką, zyski z długoterminowych obligacji korporacyjnych powyżej stopy wolnej od ryzyka. W Raporcie BEREC IV starano się stosować ten sam okres uśredniania (pięć lat) i zapadalność instrumentu (dziesięć lat), jak przy obliczaniu RFR. Na rynku wtórnym rynek obligacji korporacyjnych ma jednak inną charakterystykę niż rynek obligacji rządowych. Spółki emitują obligacje korporacyjne w celu pozyskania kapitału. Jednak biorąc pod uwagę, że warunki rynkowe zmieniają się w czasie to obligacje korporacyjne emitowane są z nieregularną częstotliwością, używane są różne waluty, aby wpływać na zainteresowanie inwestorów, ponadto niektóre przedsiębiorstwa wykorzystują rynek obligacji w mniejszym stopniu, ponieważ korzystają z innych źródeł pozyskania kapitału.

W Raporcie BEREC IV źródłami danych przyjętymi do obliczania premii za zadłużenie był serwis Bloomberg (koszt kapitału obcego) i serwis Eurostat (stopa wolna od ryzyka). Serwis Bloomberg jest szeroko stosowany w branży finansowej oraz w sektorze korporacyjnym. Natomiast serwis Eurostat dostarcza danych dotyczących stopy wolnej od ryzyka, wykorzystując długoterminowe dochody z sektora instytucji rządowych i samorządowych.

BEREC, aby obliczyć koszt kapitału obcego, oszacował premię za zadłużenie dla 15 przedsiębiorstw z grupy porównawczej i dodał ją do krajowego RFR.

5 letni okres uśredniania, obejmował okres od 1 kwietnia 2018 r. do marca 2023 r., natomiast zapadalność obligacji mieści się w okresie od kwietnia 2029 r. do marca 2037 r.

Pozyskując dane dotyczące obligacji korporacyjnych z serwisu Bloomberg'a (zgodnie z Raportem BEREC IV) zostały podjęte następujące kroki:

- 1) Zidentyfikowano obligacje korporacyjne, które zostały wyemitowane w walucie krajowej spółek z grupy porównawczej. Obligacje te mają okres zapadalności od 7 do 15 lat (rok zapadalności przypada na okres kwiecień 2029 - marzec 2037) i są one przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.
- 2) Zidentyfikowano obligacje rządowe pasujące do każdej obligacji korporacyjnej, które zostały wyemitowane przez odpowiednie kraje. Obligacje te mają 7-15 letni okres zapadalności (termin zapadalności w okresie kwiecień 2029 - marzec 2037). Ponadto, są one przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.

Powyższe usystematyzowanie obligacji ułatwiło tworzenie par obligacji składających się z obligacji korporacyjnych i krajowych obligacji rządowych.

3) Dobrano pary obligacji, obligacji korporacyjnych i rządowych, zawierające następujące informacje:

- ticker, czyli etykieta i identyfikator każdej obligacji używanej na rynku wtórnym, w tym informacje o terminie zapadalności obligacji,
- data emisji obligacji,
- waluta obligacji korporacyjnej i jej wartość nominalna,
- kupon, czyli roczną wypłatę odsetek, jaką posiadacz obligacji otrzymuje od emitenta do terminu wykupu obligacji,
- ISIN (International Securities Identification Number), czyli numer identyfikacyjny obligacji korporacyjnych.

4) W oparciu o dane tygodniowe dla zidentyfikowanych obligacji korporacyjnych i referencyjnych obligacji krajowych ustalono tygodniową premię za zadłużenie.

5) Następnie obliczono średnią arytmetyczną różnicy między każdą parą obligacji dla średniego okresu pięciu lat.

6) Premię za zadłużenie dla każdej spółki obliczono jako średnią arytmetyczną różnicy między wszystkimi zidentyfikowanymi parami obligacji, składającymi się z obligacji korporacyjnej i odpowiadającej jej obligacji krajowej.

7) Na tej podstawie ustalono wartość premii za zadłużenie dla każdej spółki w grupie porównawczej jako dane wejściowe do obliczenia kosztu zadłużenia.

8) Aby obliczenia były kompletne, dodano krajową stopę wolną od ryzyka, która określa koszt kapitału obcego dla każdej spółki. Wyniki przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Premia za udostępnienie kapitału obcego (Debt Premium) i koszt kapitału obcego.

Spółka	Premia za zadłużenie (punkty bazowe)	Krajowa stopa wolna od ryzyka	Koszt długu
Deutsche Telekom AG	128	0,17%	1,45%
DIGI Communications N.V.	305	4,98%	8,03%
Eliza Oyj	84	0,53%	1,37%
Koninkijke Kpn N.V.	119	0,33%	1,53%
Nos	-	1,16%	-
Orange S.A.	86	0,59%	1,46%
Proximus S.A.	91	0,62%	1,53%
Tele2 AB	148	0,56%	2,04%
Telekom Italia	185	2,05%	3,91%
Telefonica S.A.	52	1,09%	1,62%
Telecom Austria AG	-	0,54%	-
Telenet Group Holding N.V.	329	0,62%	3,91%
Telenor	111	1,73%	2,84%
Telia Company AB	142	0,56%	1,99%
Vodafone Group plc	140	1,25%	2,64%
Średnia arytmetyczna	148	-	-

źródło: Raport BEREC IV

Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL, przyjął wartość premii za zadłużenie jako średnią wartości premii w grupie porównawczej 15 spółek na poziomie 148 punktów bazowych co daje premię w wysokości 1,48%. Zdaniem Prezesa UKE, premia za zadłużenie,

najlepiej odzwierciedli środowisko funkcjonowania OPL jako operatora działającego na jednolitym rynku UE. Także pod kątem metodyki, zastosowane podejście jest najbardziej odpowiednie, wykorzystuje średnią arytmetyczną wartość, metodę spójną względem pozostałych wskaźników.

### 1.3 Beta kapitału własnego (Equity) i gearing

Prezes UKE, ponownie rozpatrując sprawę, przyjął wartość Beta kapitału własnego (Equity) i gearing wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC IV. Wartość tych parametrów zmieniła się względem wartości wynikających z Raportu BEREC III. W efekcie zmianie musiała ulec i uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji.

Zgodnie z modelem wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) koszt kapitału własnego zakłada, że istnieje określona zależność między poziomem ryzyka przedsiębiorstwa, a poziomem ryzyka całej gospodarki. Poziom systematycznego ryzyka ze względu na uwarunkowania makroekonomiczne związane ze wzrostem stóp procentowych, a także ryzyka związanego z popytem, dotyczące wszystkie przedsiębiorstwa w gospodarce, opisuje zależność:

koszt kapitału własnego (RE) = stopa wolna od ryzyka (RFR) + Beta\_Equity x premia za ryzyko kapitałowe (ERP).

Ideą modelu CAPM jest to, że na konkurencyjnym rynku oczekiwana premia za ryzyko aktywów zmienia się w odniesieniu do stopy wolnej od ryzyka wprost proporcjonalnie do „Beta”. Generalnie Beta jest miarą ryzyka pojedynczego papieru wartościowego w ryzyko dobrze zdywersyfikowanego portfela.

Akcje z wartościami Beta od 0 do 1 mają tendencję do poruszania się w tym samym kierunku co cały rynek. Akcje z wartością Beta większą niż 1,0 mają tendencję do wzmacniania ogólnych aktywności na rynku.

Jeśli w idealnym przypadku średnia kowariancja<sup>28</sup> portfela będzie równa 0, wszystkie ryzyka papierów wartościowych zostaną wyeliminowane. Akcje zwykle poruszają się razem, a nie niezależnie, więc ryzyko rynkowe jest tym, którego nie można zdywersyfikować. Zatem ryzyko dobrze zdywersyfikowanego portfela zależy od ryzyka rynkowego papierów wartościowych wchodzących w skład portfela. Ryzyko rynkowe jest proporcjonalne do średniej Bety zawartej w portfelu rynkowym.

Ogólnie rzecz biorąc, im wyższa wartość współczynnika Beta, tym większa niepewność dotycząca zwrotu z kapitału własnego przedsiębiorstwa w odniesieniu do rozpatrywanego rynku odniesienia.

Spółki z wysokimi wskaźnikami Beta mają zwykle wysokie ryzyko biznesowe lub wysokie ryzyko finansowe, są to:

1. niezdywersyfikowane przedsiębiorstwa, których przychody, zyski i przepływy pieniężne są bardzo wrażliwe na czynniki ekonomiczne;
2. wysoce kapitałochłonne przedsiębiorstwa, które mają duży udział w stałych kosztach operacyjnych (zwiększających zmienność przepływów operacyjnych i przepływów pieniężnych netto);
3. przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju lub start - up.

---

<sup>28</sup> Kowariancja określa tylko kierunek powiązania stóp zwrotu (taki sam albo przeciwny) i jest miarą nieunormowaną.

Średni współczynnik Beta rynku powinien być równy 1, biorąc pod uwagę portfel, który jest możliwie najszerszy i zbliża się do odpowiedniego całego rynku. Z technicznego punktu widzenia wartość Beta kapitału własnego przedsiębiorstwa szacuje się na podstawie analizy regresji, tj. poprzez pomiar relacji między zwrotami z akcji danej spółki a zwrotami z akcji w ramach indeksu rynkowego, który ma przybliżyć całą gospodarkę. Biorąc powyższe pod uwagę, odpowiednie ryzyko aktywów dla portfela będzie zależało również od dźwigni finansowej lub „gearingu” spółki.

Według Zawiadomienia KE (pkt 48), aby oszacować wartość Beta kapitału własnego w modelu CAPM dla „grupy porównawczej” przedsiębiorstw, istotne jest odniesienie się, celem sprawiedliwego porównania ryzyka systematycznego, do nielewarowanej wartości Beta lub Beta aktywów. Zastosowanie Beta aktywów zapewnia, że rzeczywiste różnice w podstawowych ryzykach biznesowych (ryzyko systematyczne) zostaną porównane między spółkami z grupy porównawczej.

Dla oszacowania Beta, zwrot z zabezpieczenia każdej spółki powinien być obliczony w oparciu o dzienne, tygodniowe lub miesięczne próbki. Oszacowanie współczynnika Beta aktywów dla każdej spółki z grupy porównawczej wymaga również oszacowania dźwigni finansowej każdej spółki, która jest ściśle związana z oszacowaniem Beta aktywów.

Dźwignia (gearing) jest miarą dźwigni finansowej przedsiębiorstwa. Porównuje kwotę finansowania dłużnego z kwotą wartości firmy. Parametr „g” jest istotny w formule WACC, ponieważ zapewnia wagę kosztu kapitału obcego i uzupełnia (1-gearing) wagę dla kosztu kapitału własnego. Parametr „g”, jak zostało wskazane poprzednio, jest blisko związany z oszacowaniem ostatecznej Beta kapitału własnego. „Dźwignia finansowa” (g), zgodnie z Zawiadomieniem KE, jest formalnie uznawana za względną wagę kapitału obcego do całkowitej wartości firmy, zgodnie ze wzorem:

$$g = D/D + E$$

W podejściu z Zawiadomienia KE parametr „g” jest miarą dźwigni finansowej firmy i pokazuje, w jakim stopniu jej operacje są finansowane przez pożyczkodawców, nie zaś przez akcjonariuszy. Główne etapy szacowania dźwigni finansowej są następujące:

1. dobór rodzaju podejścia do szacowania składnika dłużnego i kapitałowego (wartość rynkowa a wartość księgową);
2. rodzaj długu, który można uwzględnić w składniku dłużnym;
3. przedziały czasowe i okres próbkowania, podobnie jak dla innych głównych parametrów (RFR, Beta, kosztu kapitału obcego) WACC.

W Raporcie BEREC IV zostały przedstawione dane dotyczące wersji Beta aktywów i dźwigni finansowej dla każdej z 15 firm z grupy porównawczej. W Zawiadomieniu KE stwierdzono, że przy obliczaniu współczynnika Beta kapitału własnego należy korzystać z danych pochodzących z tygodniowych i pięcioletnich przedziałów czasowych, co jest zgodne z przedziałami czasowymi stosowanymi do obliczenia stopy wolnej od ryzyka (RFR).

Ponadto, w Zawiadomieniu KE podkreślono, że nie należy dokonywać korekt w obliczaniu współczynnika Beta kapitału własnego metodami Bluma, Dimsona, Vasiceka.

Przy szacowaniu współczynnika Beta kluczowy jest wzór lewarowania i re-lewarowania Beta.

Struktura finansowa firmy ma wpływ na jej współczynnik Beta. W szczególności dźwignia finansowa zwiększa udział ryzyka firmy. Z tego powodu, aby móc porównać wartość Beta kapitału własnego przedsiębiorstwa z wartością Beta innych przedsiębiorstw, często szacuje

się Beta aktywów razem z Beta kapitału własnego. Przy szacowaniu Beta kapitału własnego dla grupy porównawczej, należy najpierw ocenić wpływ dźwigni finansowej na obserwowane Beta kapitału własnego (tak zwane „lewarowane Beta”), obliczając re-lewarowane Beta aktywów.

Zawiadomienie KE wskazuje na użycie wzoru znanego jako „Formuła Millera”:

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

W odniesieniu do Beta kapitału obcego w Zawiadomieniu KE uznano, że jego oszacowanie wiąże się ze znacznymi trudnościami. Powodem jest brak płynności największej części obligacji będących przedmiotem obrotu, oznacza to, że oszacowanie wartości Beta długu jako kowariancji między dochodami obligacji, a zwrotami rynkowymi może dać nieprawidłowe wyniki. Z tego powodu KE sugeruje lewarowane Beta aktywów przekształcić ponownie w re-lewarowane Beta kapitału własnego poprzez dodanie wpływu zadłużenia na wartość Beta przedsiębiorstwa. Wartość Beta aktywów oblicza się stosując formułę Millera, z uwzględnieniem Beta długu w wysokości 0,1.

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

W Raporcie BEREC IV wskazano, iż w odniesieniu do dźwigni finansowej Zawiadomienie KE stanowi, iż element kapitałowy należy wyceniać, biorąc pod uwagę wartość rynkową uzyskaną jako iloczyn ceny akcji i liczby akcji pozostających w obrocie dla każdej spółki. Wartość rynkowa kapitału jest miarą potencjału przyszłych zysków firm i ich zdolności do obsługi zadłużenia.

Ze względu na fakt, iż poziom płynności obligacji korporacyjnych może być niski, wartość księgową długu jest dobrym przybliżeniem wartości rynkowej długu. W odniesieniu do rodzaju długu, który należy uznać za spójny z oceną wartości rynkowej, w Zawiadomieniu KE sugeruje się stosowanie wyłącznie długu długoterminowego, ponieważ całość zadłużenia krótkoterminowego jest zwykle kompensowana środkami pieniężnymi. KE uważa, że jako dług długoterminowy należy uwzględnić również zobowiązania z tytułu leasingu kapitałowego.

Dla każdego porównywalnego operatora w Raporcie BEREC IV zawarto informacje na temat Beta kapitału własnego, dźwigni finansowej i współczynnika Beta aktywów.

Wartość Beta kapitału własnego obliczono, uwzględniając zwrot każdej spółki ze zwrotem według STOXX Europe TMI. STOXX Europe TMI obejmuje około 95% europejskiej kapitalizacji rynkowej (generalnie ponad 1 800 przedsiębiorstw z różnych sektorów gospodarki) w 17 krajach europejskich: Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Niemczech, Irlandii, Włoszech, Luksemburgu, Holandii, Norwegii, Polsce, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii.

Obliczenia przeprowadzono na podstawie danych tygodniowych. Cotygodniowe szacunki poziomu Beta aktywów i dźwigni finansowej pochodzą z danych dziennych zawierających informacje o ostatniej cenie papieru wartościowego i odpowiadającej jej cenie indeksu rynkowego z jednego dnia transakcyjnego w każdym tygodniu, który jest uwzględniony w pięcioletnim okresie od 1 kwietnia 2018 r. do 1 kwietnia 2023 r.

Podobnie, dźwignia finansowa została oszacowana na podstawie tygodniowych obserwacji i pięcioletniego okresu uśredniania. Zadłużenie ocenia się na podstawie wartości księgowej długu netto i danych rocznych z pięciu lat. Zadłużenie netto jest równe zadłużeniu krótkoterminowemu powiększonemu o zadłużenie długoterminowe minus środki pieniężne

oraz ich ekwiwalenty. BEREC wskazuje, iż w Zawiadomieniu KE zostało stwierdzone, że „krótkoterminowe pożyczki i zobowiązania mogą zostać zrównoważone krótkoterminowymi aktywami, takimi jak środki pieniężne i ich ekwiwalenty” i że właściwe wydaje się oszacowanie dźwigni przy użyciu wartości księgowej zadłużenia netto firmy, w tym wartości leasingu finansowego (leasing kapitałowy). Jest to również podejście najczęściej stosowane przez NRA. Zgodnie z tym podejściem w odniesieniu do wartości księgowej składnika dłużnego jedynie zadłużenie długoterminowe i leasing kapitałowy zostały uwzględnione zamiast długu netto.

Zdaniem BEREC w szczególności założenie dotyczące definicji długu netto jest częściowo spełnione: stosunek „gotówki” / „ekwiwalentu środków pieniężnych” w odniesieniu do bieżących zobowiązań „płatne obligacje / zadłużenie krótkoterminowe” i „bieżąca część zadłużenia długoterminowego” / „leasing kapitałowy” z bilansu każdego porównywalnego podmiotu wynosi średnio około 0,77.

Jednocześnie (jak zostało wskazane w Raporcie BEREC IV) serwis Bloomberg dostarcza danych dotyczących dźwigni finansowej opartych na wartości księgowej długu i wartości rynkowej kapitału własnego. Zadłużenie obejmuje również leasing finansowy.

Element kapitałowy dźwigni wycenia się co tydzień na podstawie liczby wyemitowanych akcji pomnożonej przez ostatnią cenę akcji w odpowiednim dniu transakcyjnym.

Poniżej w tabeli 5 przedstawiono wyniki dla Beta kapitału własnego, Beta aktywów i dźwigni finansowej dla każdej spółki z grupy porównawczej.

Tabela 5. Grupa porównawcza – Beta kapitałów własnych, Gearing, Beta aktywów.

Spółka	Equity beta/kapitału własnego	Gearing /Dźwignia finansowa	Asset Beta/Beta aktywów
Deutsche Telekom AG	0,72	56,15%	0,38
DGI Communications N.V.	0,50	70,90%	0,22
Eliza Oyj	0,42	13,04%	0,38
Koninkijke Kpn Nv	0,57	38,18%	0,39
Nos	0,67	38,02%	0,45
Orange S.A.	0,62	54,09%	0,34
Proximus S.A.	0,55	31,96%	0,41
Tele2 AB	0,54	23,85%	0,43
Telekom Italia	1,07	75,02%	0,35
Telefonica S.A.	0,95	60,70%	0,44
Telecom Austria AG	0,65	33,27%	0,47
Telenet Group Holding N.V.	0,65	57,41%	0,34
Telenor	0,31	34,58%	0,24
Telia Company AB	0,57	37,70%	0,39
Vodafone Group plc	0,85	55,62%	0,44
Średnia arytmetyczna	0,64	45,36%	0,38

źródło: Raport BEREC IV.

Obliczając wskaźnik WACC dla OPL, Prezes UKE, ponownie analizując omawiany parametr, przyjął Betę kapitałów własnych oraz gearing jako średnią wartość Beta kapitałów własnych w grupie porównawczej 15 spółek w wysokości 0,64. Analogicznie średnia arytmetyczna z całej grupy porównawczej została przyjęta w przypadku wskaźnika gearing na poziomie 45,36%. Wartość gearing posłużyła do wyznaczenia udziału kapitału obcego na poziomie

45,36%, a następnie do wyznaczenia kapitału własnego na poziomie 54,64% jako różnica wartości 100%-45,36%.

#### **1.4 Premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego – ERP**

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość ERP wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC IV, która wynosi 5,92%. Wartość tego parametru zmieniła się względem wartości wynikającej z Raportu BEREC III w wysokości 5,70%. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji.

Podobnie jak RFR, ERP jest parametrem odzwierciedlającym ogólne warunki ekonomiczne. ERP to oczekiwany zwrot z akcji powyżej RFR, innymi słowy, oczekiwana dodatkowa nagroda ( premia) za posiadanie akcji, która wiąże się z wyższym ryzykiem w porównaniu z odsetkami z tytułu posiadania aktywów wolnych od ryzyka. ERP kompensuje dodatkowe ryzyko związane z inwestowaniem w kapitał własny, a nie w aktywa wolne od ryzyka.

Według Zawiadomienia KE należy obliczyć jeden ogólnounijny ERP na podstawie historycznych serii premii rynkowych w państwach członkowskich UE. Według KE oszacowanie jednego ogólnounijnego ERP jest zgodne z empirycznymi dowodami sugerującymi, że rynki finansowe w UE są coraz bardziej zintegrowane, a zatem mają zbieżne ERP, co zapewni również spójność z założeniami modelu CAPM. Inwestorzy posiadają efektywny portfel akcji, dlatego powinni być nagradzani tylko w przypadku ryzyka niedyweryfikowalnego.

Obliczenia ERP według Raportu BEREC IV zostały oparte na zbiorze danych z serwisu Morningstar i danych pochodzących z serwisu Bloomberg’a przy użyciu „implikowanej metody wyceny”.

W celu obliczenia jednego EU ERP i EU/EEA ERP, BEREC pobrał aktualne dane ze zbioru danych serwisu Morningstar w 2023 r., który zawiera tak zwane DMS Global Returns Data<sup>29</sup> (DMS) z lat 1900-2022 dla następujących 13 państw członkowskich UE: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Holandia, Portugalia, Hiszpania, Szwecja. Dodatkowo uwzględniono dane dla kraju z obszaru EEA tj. dla Norwegii. W przypadku Islandii i innych krajów nie ujętych w bazie DMS, oparto się na danych z serwisu Bloomberg’a.

Dane DMS składają się z historycznych serii premii rynkowych w państwach członkowskich UE. Dane DMS są przeznaczone do pomiaru wyników długoterminowych akcji i obligacji. Na ich podstawie szacuje się ERP, jaki może uzyskać inwestor, inwestując w akcje w porównaniu z posiadaniem aktywów wolnych od ryzyka. DMS jest tworzony przy użyciu najlepszych jakościowo indeksów akcji i obligacji oraz zestawia długoterminowe zwroty dla każdego rynku krajowego.

Baza danych DMS obejmuje roczne zwroty z 35 krajów w walutach lokalnych i dolarach amerykańskich odnośnie następujących głównych wielkości:

1. Nominalnego całkowitego zwrotu z kapitału własnego,
2. Nominalnego całkowitego zwrotu z obligacji,
3. Nominalnego całkowitego zwrotu,
4. Nominalnej premii na kapitale własnym w porównaniu z obligacjami,

<sup>29</sup> Dane Dimson/Marsh/Staunton (DMS), opublikowane w Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 przez Credit Suisse/London Business School; Podsumowanie wydania Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 jest dostępne tutaj: <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/news-and-expertise/global-investment-returns-rocznik-2023-202302.html>. Źródłem danych jest Dimson/Marsh/Staunton, Global Investment Returns Database 2023 (dystrybucja Morningstar Inc.).

5. Nominalnej premii na kapitale własnym w porównaniu z całkowitym zwrotem.

W celu lepszego zrozumienia obliczeń BEREC w Raporcie BEREC IV zostały wyjaśnione trzy aspekty doboru danych DMS:

1. Ogólna metodyka serii danych DMS,
2. Premia z tytułu ryzyka cen akcji oceniana dla „Indeksu Europy” zgodnie z dokumentem Yearbook,
3. Premia z tytułu ryzyka cen akcji z odpowiednich państw członkowskich UE, w których dostępne są szeregi czasowe.

Szczegółowy tryb postępowania oraz obliczania ERP został przedstawiony w rozdziale 6.1 Raportu BEREC IV. Prezes UKE skorzystał z powyższego trybu postępowania oraz obliczania ERP na potrzeby wydania niniejszej Decyzji z wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy.

### **1.5 Założenia przyjęte w Raporcie BEREC IV w zakresie wyznaczania ERP**

Aby obliczyć jeden ogólnounijny ERP, zostało przyjęte podejście polegające na zastosowaniu dłuższych (dla 12 państw członkowskich UE + Norwegia) i krótszych (dla 13 państw członkowskich UE + Islandia) serii danych historycznych w jednym obliczeniu. Zastosowano wagę odzwierciedlającą długość dostępnych szeregów danych historycznych - tak zwaną wagę „dostępnych lat”.

W przypadku 12 państw członkowskich UE + Norwegia (wymienionych w tabeli 8 Raportu BEREC IV) oszacowanie ogólnounijnego ERP opierało się na serii historycznych zwrotów DMS uzyskanych przez BEREC z serwisu Morningstar w 2023 r. W przypadku tych państw członkowskich oszacowania dokonano z uwzględnieniem szeregów czasowych stopy zwrotu z kapitału przedstawionych w „implikowanej metodzie wyceny” z wykorzystaniem serwisu Bloomberg’a, w przypadku gdy zastosowano złożony indeks rynku obligacji oparty na długoterminowych obligacjach skarbowych. Przy wyborze indeksu pomijano obligacje powiązane z indeksem inflacji, o ile było to możliwe wykorzystano indeksy waluty lokalnej złożone z obligacji długoterminowych. Szeregi czasowe tych krajów zostały uwzględnione w szacunkach najwcześniej od 2001 r.

Składnik kapitałowy nowego indeksu UE (BEREC) został wyprowadzony z uwzględnieniem kapitalizacji rynkowej każdego kraju zgodnie z globalnymi indeksami skonstruowanymi przez DMS i wagi PKB dla składnika obligacji.

Stosowanie wagi dla kapitału, która uwzględnia kapitalizację rynkową, jest zgodne z hipotezą efektywnego rynku oraz z ogólnym założeniem, że średnia ważona kapitalizacja rynkowa jest optymalną metodą alokacji aktywów, ponieważ odzwierciedla rzeczywiste zachowanie rynków. W ten sposób większe rynki akcji mają zwykle większy wpływ na indeks. Prowadzi to do naturalnego mechanizmu równoważenia, w którym rosnący rynek akcji ma większy wpływ na indeks.

Indeksy ważne kapitalizacją rynkową odzwierciedlają możliwości inwestycyjne na publicznych rynkach akcji. Z założenia ignorują wszelkie spółki nienotowane na giełdzie, zarówno prywatne, jak i państwowe, ponieważ nie są one dostępne dla inwestorów. Jednak wszystkie firmy w kraju wnoszą swój wkład w gospodarkę, niezależnie od tego, czy są notowane na giełdzie, czy są dostępne dla lokalnych lub zagranicznych inwestorów, prywatnych lub publicznych. Wskaźnik PKB jest często wykorzystywany jako punkt odniesienia, do porównania obecnej kapitalizacji rynkowej danego kraju. Jest to bardziej efektywne uchwycenie alokacji aktywów w portfelu obligacji.



Podjęcie BEREC polegające na zastosowaniu 5-letniego okresu uśredniania (2018 r.–2022 r.) przy obliczaniu wag dla kapitału własnego (z kapitalizacją rynkową) i obligacji (z PKB) zamiast ważenia „rok po roku” (tak jak w przypadku DMS) prowadzi do „stałej wagi na przestrzeni lat”. Metoda BEREC wykazuje odchylenie w górę w porównaniu z szacunkami „indeksu europejskiego” DMS. Jednak analiza wrażliwości przeprowadzona przez BEREC wykazała, że różnica nie jest istotna. Dane dotyczące kapitalizacji rynkowej pochodzą ze źródeł publicznych. Tam, gdzie dane są dostępne tylko częściowo lub niedostępne, wzięto pod uwagę inne źródła publiczne. Dane o PKB w postaci aktualnych cen w EUR pochodzą z serwisu Eurostat.

## 1.6 Kroki kalkulacji ERP

BEREC w każdym roku zastosował roczne zwroty z akcji i obligacji w ujęciu nominalnym:

$$\text{Kapitał własny}_{EU_t} = \frac{(\text{Zwrot kapitał własny}_{t_x} \times \text{Kapitalizacja rynkowa}_x + \text{Zwrot kapitał własny}_{t_y} \times \text{Kapitalizacja rynkowa}_y + \dots)}{(\text{Suma rynkowej kapitalizacji}_t)}$$

$$\text{Obligacje}_{EU_t} = \frac{(\text{Średnia Obligacja}_{t_x} \times \text{PKB}_x + \text{Średnia Obligacja}_{t_y} \times \text{PKB}_{t_y} + \dots)}{(\text{Suma PKB}_t)}$$

Suma w mianowniku uwzględnia liczbę krajów. Dzieje się to poprzez zastosowanie drugiego ważenia dla zrekompensowania niepełnych wartości historycznych. Jest to waga „dostępnych lat” uwzględniająca długość okresu dostępności danych. Dla 12 państw członkowskich UE + Norwegia wymienionych w zbiorze danych serwisu Morningstar są to 123 lata podzielone przez maksymalny dostępny czas (123), a dla pozostałych 13 państw członkowskich UE + Islandia nieuwzględnionych w zbiorze danych serwisu Morningstar waga to liczba lat, dla których dostępne są dane (najwcześniejsze z lat 2001 r. - 2022 r.) w maksymalnym dostępnym okresie, tj. 22/123). Wzór przedstawiono poniżej:

$$\text{Kapitał własny}_{EU} = \frac{(\text{średnia kapitał własny}_x \times \text{kapitalizacja rynkowa}_x \times (1) + \text{średnia kapitał własny}_y \times \text{kapitalizacja rynkowa}_y \times (\frac{y}{120}) + \dots)}{(\text{kapitalizacja rynkowa}_x \times (1) + \text{kapitalizacja rynkowa}_y \times (\frac{y}{120}) + \dots)}$$

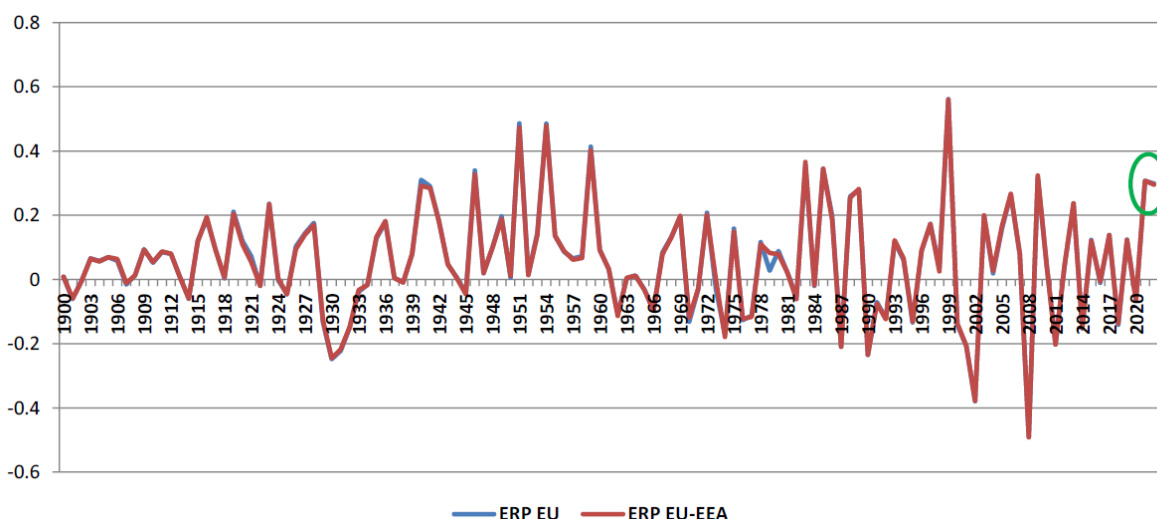
$$\text{Obligacje}_{EU} = \frac{(\text{średnia obligacja}_x \times \text{PKB}_x \times (1) + \text{średnia obligacja}_y \times \text{PKB}_y \times (\frac{y}{120}) + \dots)}{(\text{suma PKB}_x \times (1) + \text{PKB}_y \times (\frac{y}{120}) + \dots)}$$

Po uzyskaniu wartości zwrotów z akcji i obligacji w wartościach nominalnych BEREC oszacował premię za ryzyko kapitałowe. Następnie BEREC obliczył średnią arytmetyczną i średnią geometryczną ustalonych nowych szeregów czasowych. Oszacowana premia za ryzyko kapitałowe jest niezależna od oszacowania nominalnego lub realnego, a także od waluty, ze względu na fakt, że BEREC zastosował wskaźnik rocznej stopy zwrotu zamiast różnicy rocznej stopy zwrotu. W ten sposób korekta wynikająca z oszacowania nominalnego lub rzeczywistego, a także waluta nie są istotne w odniesieniu do ostatecznych szacunków.

Dzięki temu podejściu szeregi czasowe 13 państw członkowskich UE + Islandia, których brakuje w zbiorze danych serwisu Morningstar, zostały włączone do końcowej średniej tylko wtedy, gdy dostępne były dane zarówno dla indeksu obligacji, jak i indeksów akcji (zgodnie z Raportem BEREC IV). Wagi były korygowane rok po roku z uwzględnieniem odpowiednich państw członkowskich UE.

Aby oszacować jeden ogólnounijny ERP, BEREC obliczył średnią arytmetyczną (AM) i średnią geometryczną (GM). Zawiadomienie KE ze względu na przejrzystość opowiada się za stosowaniem średniej arytmetycznej. Raport BEREC IV wyjaśnia, iż oszacowanie ERP na podstawie średniej arytmetycznej lub geometrycznej było przedmiotem nierozwiązanych dyskusji w literaturze finansowej. Blume (1974 r.) wykazał, że przy szacowaniu wartości końcowej długoterminowych inwestycji kapitałowych średnia arytmetyczna jest generalnie estymatorem z tendencją w górę, podczas gdy średnia geometryczna jest estymatorem z tendencją w dół (co oznacza, iż średnia arytmetyczna zwraca wyższe wartości, niż średnia geometryczna). Na Wykresie 1 przedstawiono roczne zwroty cen akcji w UE w latach (1900-2022), uwzględniające 12 państw członkowskich UE z długimi szeregami czasowymi i 13 państw członkowskich UE z krótszymi szeregami czasowymi, jak opisano wcześniej. Została uwzględniona także Norwegia i Islandia.

Wykres 1. ERP w latach 1900-2022



źródło: Raport BEREC IV

Wynik obliczeń przedstawiono w tabeli 6. Dla każdego państwa członkowskiego UE podano GM i AM. Ostatni wiersz zawiera dolną granicę (GM) i górną granicę (AM) jednej ogólnounijnej wartości ERP oszacowanej przez BEREC metodą opisaną powyżej.

Tabela 6. Zestawienie ERP

Kraj	Średnie geometryczne %	Średnie arytmetyczne %	Dostępne lata wagi
Austria	5,06	25,43	100% (123/123)
Belgia	2,55	4,66	100% (123/123)
Bułgaria	11,66	12,23	14% (17/123)
Chorwacja	6,60	7,64	14% (17/123)
Cypr	30,30	31,44	7% (8/123)
Republika Czeska	5,67	6,08	14% (17/123)
Dania	3,80	5,53	100% (123/123)
Estonia	14,92	15,80	2% (2/123)

Finlandia	5,66	9,2	100% (123/123)
Francja	3,42	5,72	100% (123/123)
Niemcy	5,06	8,31	98% (121/123)
Grecja	-6,16	0,26	56% (69/123)
Węgry	4,41	5,22	18% (22/123)
Irlandia	2,90	4,88	100% (123/123)
Włochy	3,18	6,50	100% (123/123)
Łotwa	9,63	10,52	15% (18/123)
Litwa	6,90	7,47	15% (18/123)
Luksemburg	3,39	3,40	6% (7/123)
Malta	Dane nie dostępne		
Holandia	3,59	5,85	100% (123/123)
Polska	3,39	4,13	18% (22/123)
Portugalia	5,45	9,53	100% (123/123)
Rumunia	8,77	9,40	14% (17/123)
Słowacja	3,68	4,25	15% (18/123)
Słowenia	5,56	6,13	15% (18/123)
Hiszpania	1,77	3,76	100% (123/123)
Szwecja	3,40	5,61	100% (123/123)
<b>EU-ERP</b>	<b>4,56</b>	<b>5,92</b>	
Norwegia	2,81	5,62	100% (123/123)
Islandia	0,03	0,69	11% (14/123)
<b>EU/EEA-ERP</b>	<b>4,56</b>	<b>5,90</b>	

źródło: Raport BEREC IV

### 1.7. Analiza wyników dla ERP

BEREC zauważył, że zwiększona wartość ERP jest jedenastym najbardziej znaczącym wzrostem ERP od 1900 roku. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost ERP odzwierciedla wyższą zmienność rynku, która jest konsekwencją większej niepewności otoczenia gospodarczego, na którą największy wpływ miała pandemia Covid-19 oraz kryzys związany z wojną rosyjsko-ukraińską w połączeniu z szybkim wzrostem inflacji. Według opinii BEREC wyższa zmienność może generować „nietypowe” zwroty, które w rzeczywistości są widoczne w premii za ryzyko, która charakteryzuje się tym, iż przedstawia bardziej stabilne wyniki w dłuższych odstępach czasowych. Zdaniem BEREC, zawartym w Raporcie BEREC IV wzrost ERP wynika głównie z bardzo słabych wyników na rynku obligacji, które w 2022 r. spadły o około 30%, przy odpowiadającym im spadku na rynku akcji o około 9%.

BEREC uznał, że odpowiednia wartość jednego ogólnounijnego ERP mieści się w granicach 4,56% (GM) i 5,92% (AM). Zdaniem BEREC podejście jest zgodne z celem z Zawiadomienia KE, ponieważ BEREC ujednotacza obliczenia ERP, eliminując tym samym wszelkie różnice w metodzie stosowanej do obliczeń przez innych NRA. Różnica obliczeń ERP (AM i GM) odzwierciedla jedynie obecnie istniejącą sytuację w UE, którą NRA muszą wziąć pod uwagę odpowiednio w swoich decyzjach. Wąski przedział pomiędzy (AM i GM), oznacza, że krajowe ERP będą bardziej zbieżne, gdy NRA zaczną stosować ogólnounijne ERP, odchylenie standardowe znacznie spadnie. W Raporcie BEREC IV wskazano, iż Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę traktuje AM. NRA, które nie stosują AM, muszą przedstawić wyjaśnienie uzasadniające ich wynik, nawet gdy mieszczą się w przedziale.

Na podstawie obliczeń BEREC wyznaczył odpowiednią wartość pojedynczego ogólnounijnego ERP o wartości 5,90% (GM) i 5,92% (AM). Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL przyjął ogólną unijną wartość ERP jako średnią arytmetyczną (AM) w wysokości 5,92%.

AM lepiej niż GM odzwierciedla oczekiwania uczestników polskiego rynku, a także odpowiednio odzwierciedla poziom efektywności polskiego rynku będącego częścią rynku unijnego. Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę traktuje AM, stąd także Prezes UKE przyjął wartość ERP wyznaczoną na podstawie AM tj. średniej arytmetycznej.

## 2. Kalkulacja wskaźnika WACC na podstawie danych z Raportu BEREK IV

### 2.1 Koszt kapitału własnego ( $r_e$ )

W celu określenia kosztu kapitału własnego został wykorzystany model CAPM. Model CAPM wyraża koszt kapitału własnego dla biznesu jako sumy stopy wolnej od ryzyka i premii za udostępnienie kapitału własnego (ERP). Model ten pozwala na uwzględnianie w kalkulacji ryzyka związanego z zaangażowaniem kapitału, co jest związane z pozycją przedsiębiorcy na rynku kapitałowym.

***Koszt kapitału własnego ( $r_e$ ) = stopa wolna od ryzyka (RFR) + Beta equity( $\beta$ ) x premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)***

Po podstawieniu do powyższego wzoru wartości parametrów z Raportu BEREK IV RFR, Beta oraz ERP, których sposób obliczenia oraz konkretne wartości zostały zaprezentowane w poprzednich sekcjach uzasadnienia Decyzji, koszt kapitału własnego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 6,94% (tabela 7 Decyzji).

***Koszt kapitału własnego 6,94% = 3,15% + 0,64 x 5,92%***

Wartość ta została przyjęta do wyznaczania wysokości wskaźnika WACC co zostało zaprezentowane w tabeli 7.

### 2.2 Koszt kapitału obcego

W celu wyznaczenia kosztu kapitału obcego, stopę wolną od ryzyka należy powiększyć o premię za ryzyko.

***Koszt kapitału obcego = stopa wolna od ryzyka (RFR) + premia za zadłużenie***

Sposób obliczenia oraz konkretne wartości zostały zaprezentowane w poprzednich sekcjach uzasadnienia Decyzji, koszt kapitału obcego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 4,63%.

***Koszt kapitału obcego (4,63%) = 3,15% + 1,48%***

Przy założeniu prezentowanej powyżej wartości premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla OPL w wysokości 1,48% oraz wartości stopy wolnej od ryzyka 3,15%, o której mowa w punkcie 1.1 Decyzji, do kalkulacji wskaźnika WACC przyjęto koszt kapitału obcego w wysokości 4,63% (tabela 7 Decyzji).

### 2.3 Tarcza podatkowa

Tarcza podatkowa jest wielkością, która odpowiada różnicy między liczbą jeden a wysokością stopy podatku dochodowego obciążającego osoby prawne. W zależności od stosowanej koncepcji szacowania wskaźnika WACC wielkość ta wpływa na obniżenie szacowanego kosztu kapitału obcego lub zwiększenie kosztu kapitału własnego. W przypadku kapitału własnego, którego dostawcy są wynagradzani z zysku netto, a więc po odprowadzeniu kwoty podatku dochodowego, spółka powinna uzyskiwać przychód zapewniający jej pokrycie wynagrodzenia dla właścicieli tego kapitału oraz spłatę zobowiązań podatkowych.

W praktyce regulacyjnej przy określaniu wskaźnika WACC właściwsze jest podejście eliminujące efekt tarczy podatkowej poprzez powiększenie kosztu kapitału własnego o koszt wynikający ze zobowiązań podatkowych, które w odniesieniu do osób prawnych wynoszą

aktualnie 19%. Ze względu na trudności w oszacowaniu przyszłej efektywnej stopy podatkowej, która, jak wynika z danych historycznych zmienia się w poszczególnych latach, do obliczeń przyjęta została nominalna stawka podatku dochodowego od osób prawnych. Podejście takie zgodne jest z ogólnie przyjętą praktyką regulacyjną na rynku telekomunikacyjnym.

### 3. Premia za ryzyko NGA

W Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE przyjął wysokość premii za ryzyko NGA, jako średnią arytmetyczną wartość premii za ryzyko NGA, stosowaną w krajach UE: Belgia, Włochy, Chorwacja, Czechy, Słowenia. Tylko w tych krajach UE stosowana jest premia za ryzyko NGA. Średnia arytmetyczna wartości premii za ryzyko NGA w tych krajach, na dzień wydania Zaskarżonej Decyzji wyniosła 1,84%. W konsekwencji wysokość WACC FTTH wyznaczona przy jej uwzględnieniu wyniosła 8,46%. Na etapie niniejszego postępowania z Wniosku OPL i Wniosku KIGEiT, Prezes UKE ponownie poddał ocenie materiał dowodowy biorąc pod uwagę obowiązujący na dzień wydania niniejszej decyzji stan faktyczny i prawny sprawy. W tym względzie, w zakresie wysokości premii za ryzyko NGA, w sierpniu 2023 r. Prezes UKE pozyskał informacje odnośnie stosowania premii za ryzyko NGA przy określaniu wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej od 26 NRA. Odpowiedzi udzielili wszyscy odpytani NRA. Wynika z nich, że premia za ryzyko NGA uwzględniana jest przez 5 NRA (materiał dowodowy został załączony do akt postępowania), natomiast w porównaniu z materiałem dowodowym zgromadzonym na etapie postępowania pierwszoinstancyjnego zmianie uległa wysokość premii za ryzyko NGA w Czechach, Chorwacji i we Włoszech. W konsekwencji średnia arytmetyczna wartości premii za ryzyko NGA, wyznaczona przy zastosowaniu aktualnych wartości premii za ryzyko NGA, z krajów UE, które ją stosują takich jak: Belgia, Włochy, Chorwacja, Czechy, Słowenia wyniosła 1,51%. Poziom wskaźnika WACC FTTH wyznaczony przy zastosowaniu aktualnej wartości premii za ryzyko NGA (1,51%) wyniósł w związku z tym 8,29%.

Mając na uwadze powyższe, Prezes UKE uchylił Zaskarżoną Decyzję m.in. w zakresie pkt I.1 tj. w zakresie określenia wysokości WACC FTTH oraz rozstrzygnął w tej materii w niniejszej decyzji co do istoty sprawy, określając jego wartość w wysokości 8,29%.

### 4. Wskaźnik WACC mający zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 3a i 3b

Przedstawiona w Decyzji analiza czynników wpływających na wysokość wskaźnika WACC pozwala na uzyskanie ostatecznego wyniku kalkulacji wskaźnika WACC (tabela 7).

Tabela 7. Kalkulacja wysokości wskaźnika WACC dotyczy usług na Rynku 3a i 3b.

Parametr	Wartość
Stopa wolna od Ryzyka (rf)	3,15%
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	5,92%
Beta akcji	0,64
Premia za udostępnienie kapitału obcego (DP)	1,48%
Podatek dochodowy CiT	19%
Kapitał własny / Kapitał zaangażowany (E/D+E)	54,64%
Kapitał obcy / Kapitał zaangażowany (D/D+E)	45,36%
Koszt kapitału własnego ( $r_e$ )	6,94%
Koszt kapitału obcego ( $r_d$ )	4,63%
Tarcza podatkowa (1-t)	81%
WACC (pre-tax) <sup>30</sup> dla infrastruktury miedzianej	6,78%

<sup>30</sup> przed podatkiem.

Premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	1,51%
WACC FTTH	8,29%

źródło: UKE

Mając na uwadze zgromadzone powyżej dane, podstawiając je do przyjętego przez Prezesa UKE wzoru, tj:

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

otrzymamy następujące wyniki:

<b>WACC<sub>post-tax</sub> = 6,94%*54,64%+4,63%*(1-19%)*45,36% = 5,49%</b>
----------------------------------------------------------------------------

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

<b>WACC<sub>pre-tax</sub> = 5,49%/(1-19%) = 6,78%</b>
<b>WACC FTTH<sub>pre-tax</sub> = 6,78% + 1,51% = 8,29%</b>

Prezes UKE wyjaśnia, iż wyżej zaprezentowany wzór, po zasileniu danymi, służący ustaleniu wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej, stanowi następnie podstawę do wyznaczania wskaźnika WACC FTTH, poprzez dodanie do wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej premii za ryzyko NGA. Wartości zasilające wzór dla wyznaczenia wskaźnika WACC pochodzą w Zaskarżonej Decyzji z wytycznych Raportu BEREC III, zaś w niniejszej decyzji z nowych wytycznych, jakie pojawiły się w toku obecnego postępowania tj. wytycznych z Raportu BEREC IV. Obliczając wskaźnik WACC dla infrastruktury miedzianej tj. podstawiając do wzoru wartości wskazane w tabeli 7 Prezes UKE wyznaczył koszt kapitału własnego oraz koszt kapitału obcego, a następnie używając jako wagi odpowiednio struktury kapitału własnego i struktury kapitału obcego wyznaczył wskaźnik WACC dla infrastruktury miedzianej w wysokości 6,78%. W kolejnym kroku Prezes UKE wyznaczył premię za ryzyko NGA na podstawie średniej arytmetycznej premii za ryzyko NGA z 5 krajów UE stosujących taką premię. Kwestia wyznaczenia premii za ryzyko NGA została wyjaśniona w poprzednich sekcjach niniejszej decyzji. Po dodaniu premii za ryzyko w wysokości 1,51% do wartości WACC dla infrastruktury miedzianej w wysokości 6,78%, Prezes UKE ustalił w niniejszej decyzji wskaźnik WACC FTTH w wysokości 8,29%.

Jak zostało wspomniane na wstępie na potrzeby Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE wyznaczając wskaźnik WACC oparł się na najbardziej aktualnych wytycznych z Raportu BEREC III. Na podstawie danych z Raportu BEREC III w Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE określił wskaźnik WACC dla infrastruktury miedzianej w wysokości 6,62%. Na etapie niniejszego postępowania, został opublikowany Raport BEREC IV. Wedle Raportu BEREC IV zmianie uległy wszystkie wartości parametrów względem wartości tych parametrów z Raportu BEREC III, które Prezes UKE zastosował wyznaczając WACC na potrzeby Zaskarżonej Decyzji. Zatem mając na uwadze zmiany wysokości poszczególnych parametrów służących do określenia WACC wynikające z Raportu BEREC IV, uwagi KE co do bezpośredniego stosowania wartości gearingu jako tożsamej z wartością kapitału obcego, bez konieczności jej przekształcania, a także uwzględniając zmiany premii za ryzyko NGA w krajach je stosujących, Prezes UKE wydając niniejszą decyzję, uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości, tj. w zakresie pkt I.1, w którym określił dla OPL wskaźnik WACC FTTH w wysokości 8,46% oraz w zakresie pkt I.2,

w którym określił dla OPL wskaźnik WACC dla infrastruktury miedzianej w wysokości 6,62% oraz w tym zakresie orzekł co do istoty sprawy, gdzie wedle pkt I.1 niniejszej decyzji dla infrastruktury światłowodowej zastosowanie ma wskaźnik WACC określony na poziomie 8,29%, zaś zgodnie z pkt I.2. dla infrastruktury miedzianej ma zastosowanie wskaźnik WACC określony na poziomie 6,78%.

## **5. Wskaźnik WACC dla infrastruktury miedzianej**

W zakresie infrastruktury miedzianej, w kalkulacji kosztów stosuje się wskaźnik WACC 6,78%. Jak bowiem wynika z powyższych wyjaśnień, wyliczona przez Prezesa UKE premia za ryzyko NGA ma zastosowanie tylko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w budowę infrastruktury światłowodowej. Infrastruktura miedziana nie jest przedmiotem nowych inwestycji, a w konsekwencji świadczenie usług z jej wykorzystaniem nie jest obciążone takim ryzykiem jak tych wykorzystujących światłowodową sieć dostępową.

Należy jednak podkreślić, iż wartość wskaźnika WACC FTTH 8,29% nie odnosi się także do inwestycji stanowiących częściową modernizację istniejących sieci dostępowych (takich jak na przykład VDSL). W myśl Zalecenia NGA, inwestycje w sieci FTTH<sup>31</sup>, stanowiące częściową modernizację istniejących sieci dostępowych (takich jak VDSL), mają zwykle znacznie niższy profil ryzyka niż inwestycje w sieci w pełni światłowodowe, przynajmniej w gęsto zaludnionych obszarach. W szczególności towarzyszy im mniejsza niepewność w odniesieniu do zapotrzebowania na szerokość pasma zapewnianą przez sieci FTTH/VDSL, a poza tym niższe są ogólne wymagania kapitałowe na modernizację. Dlatego, o ile regulowane ceny hurtowego dostępu szerokopasmowego dla sieci FTTH/VDSL mogą uwzględniać ewentualne ryzyko inwestycyjne, to nie należy zakładać, że jest to ryzyko podobnego rzędu, co ryzyko związane z sieciami FTTH w odniesieniu do hurtowych produktów dostępu. Analogicznie jak w przypadku sieci miedzianych sytuacja przedstawia się w odniesieniu do infrastruktury technicznej w zakresie Rynku 3a i Rynku 3b, takiej jak kanalizacja kablowa, dla której profil ryzyka nie powinien być inny niż w przypadku infrastruktury miedzianej.

## **6. Wskaźnik WACC FTTH**

Wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową - 1,51% została uwzględniona przez Prezesa UKE jako dodatkowa liczba punktów procentowych dodana do wskaźnika WACC (pre-tax) dla miedzi w wysokości 6,78%. W rezultacie powyższego działania wartość wskaźnika WACC FTTH mająca zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 3a i Rynku 3b, w zakresie w jakim są one realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej została wyznaczona na poziomie 8,29%.

Mając na uwadze fakt, iż zgodnie z Decyzją SMP 3a i Decyzją SMP 3b OPL zobowiązana jest w trybie art. 39 Pt kalkulować uzasadnione koszty świadczenia dostępu telekomunikacyjnego – zarówno w oparciu o technologię miedzianą, jak i technologię światłowodową, których świadczenie wiąże się z wysokimi kosztami, należy wskazać, iż OPL jako podmiot inwestujący w sieć ponosi ryzyko m.in. braku gwarancji popytu na usługi ze strony klientów detalicznych oraz hurtowych, które powinno zostać wynagrodzone. W kontekście powyższego zasadne było w ocenie Prezesa UKE przyjęcie wyższej wartości wskaźnika WACC FTTH w odniesieniu do usług opartych na infrastrukturze światłowodowej oraz możliwości jej ujęcia przez OPL w kalkulacji usług opartych na sieci nowej generacji.

---

<sup>31</sup> Zalecenie NGA jako FTTH określa częściową modernizację sieci dostępowych (jako przykład podaje VDSL).

Wyjaśnienia wymaga, iż wynikiem kalkulacji kosztów jest ustalenie kosztów modelowych elementów sieci. Na podstawie jednostkowych kosztów modelowych elementów możliwe jest ustalenie kosztów jednostkowych poszczególnych usług.

Modelowe elementy sieci zostały stworzone na potrzeby kalkulacji w celu zdefiniowania fizycznych elementów sieci pracujących w sieci jako „obiekty kosztowe”.

Lista modelowych elementów sieci, zdefiniowana w opisie kalkulacji kosztów usług świadczonych przez OPL na Rynku 3a i Rynku 3b, prowadzonego przez OPL na podstawie art. 53 Pt, została opracowana tak, aby pozwalała na kalkulację kosztów wielu usług. Modelowe elementy sieci biorące udział w realizacji usług opartych o infrastrukturę światłowodową, do których zastosowanie będzie miał wskaźnik WACC FTTH w wysokości 8,29% to, zgodnie z sentencją niniejszej decyzji, następujące elementy:

- „ONT” - koszt modelowego elementu uwzględnia koszt wszystkich działań związanych ze średnim kosztem zakupu urządzeń służących do konwersji sygnału optycznego na elektryczny, przesyłania sygnału elektrycznego do lokalu abonenta z wykorzystaniem istniejącego okablowania w budynku abonenta, realizacji funkcji zasilania zwrotnego, dla usługi świadczonej w technologii xPON (FTTH).
- „LPA - światłowodowa” – koszt modelowego elementu uwzględnia wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie lokalnej pętli światłowodowej (LPŚ). W skład LPŚ wchodzi infrastruktura łącząca sieć dosyłową z lokalizacją abonenta z wyłączeniem wartości środków trwałych optycznego kabla abonenckiego.
- „Światłowodowa sieć dosyłowa” – koszt modelowego elementu uwzględnia wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie usługi dosyłu sygnału w technologii światłowodowej pomiędzy splitterem znajdującym się najbliżej abonenta, a lokalizacją przełącznicy optycznej; w skład elementu wchodzi kable światłowodowe sieci magistralnej, infrastruktury linii napowietrznych, kanalizacja.
- „Przełącznice optyczne sieci dostępowej” - koszt modelowego elementu uwzględnia wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie przełącznicy optycznej.
- „OLT – Dostęp abonencki GPON” – są to wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę urządzeń OLT w części zależnej od portu dostępowego GPON.

Modelowe elementy uwzględniające narzut kosztu kapitału, wyznaczonego na podstawie WACC FTTH 8,29% posłużą kalkulacji usług realizowanych wyłącznie z wykorzystaniem infrastruktury światłowodowej.

W ocenie Prezesa UKE wartość wskaźnika WACC FTTH dla dostępowej sieci światłowodowej na poziomie 8,29% należy uwzględniać dodatkowe i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych łączy abonenckich.

W odniesieniu do sieci światłowodowych konieczne jest ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z budową dostępowych sieci światłowodowych. Ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową jest ściśle powiązane z liczbą łączy światłowodowych, które pozostają nieużywane. Im większy udział używanych łączy światłowodowych, tym niższe jest ryzyko inwestycyjne.



Premia za ryzyko NGA związana z inwestycjami w infrastrukturę światłowodową, stanowiącą od kilku lat istotny obszar inwestycji OPL (OPL nie inwestuje w infrastrukturę miedzianą, co wynika z Raportu o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2022 r.<sup>32</sup>, str. 49), powinna zostać zastosowana jako: 1) forma rekompensaty z tytułu ryzyka ponoszonego na tym polu; 2) narzędzie określające kryteria motywacyjne, w szczególności w zakresie jakości świadczonych usług i przyrostu wydajności (efektywności).

Należy wskazać, iż podejście Prezesa UKE, zgodne z Zaleceniem NGA, wychodzi naprzeciw promowaniu efektywnych inwestycji oraz innowacji w zakresie nowej infrastruktury światłowodowej, z należyтым uwzględnieniem ryzyka ponoszonego przez inwestujące podmioty. Ponadto, wychodząc naprzeciw promocji efektywności i zrównoważonej konkurencji, konieczne jest w ocenie Prezesa UKE umożliwienie operatorom alternatywnym (dalej „OA”) dostępu do innowacyjnych usług świadczonych z wykorzystaniem łączy światłowodowych.

Zdaniem Prezesa UKE, aby innowacyjne usługi mogły być świadczone, konieczne jest zapewnienie odpowiedniej infrastruktury, co wymaga inwestycji ze strony operatora wyznaczonego (który z racji swej pozycji zobowiązany jest udostępniać taką infrastrukturę na zasadach hurtowych innym operatorom). Zatem aby inwestycje w nowoczesne sieci zostały podjęte na dużą skalę, konieczne jest zapewnienie, iż nakłady poczynione na te inwestycje zostaną odzyskane. Spełnienie powyższego oznacza, iż OA będą mogli korzystać z nowoczesnej infrastruktury wybudowanej dzięki inwestycjom OPL i będą mogli świadczyć na niej usługi swoim abonentom.

#### **7. Odnosząc się do zarzutów KIGEiT wskazanych we Wniosku KIGEiT, a także zarzutów T-Mobile zawartych w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile, Prezes UKE stwierdził, co następuje**

W pierwszej kolejności podkreślenia wymaga, że ponownie analizując kwestię poprawności kalkulacji wskaźnika WACC, Prezes UKE uwzględnił wytyczną kierunkową dla określenia wskaźnika WACC, jaką jest art. 14 „*Kontrola cen i obowiązki związane z systemem księgowania kosztów*” Dyrektywy 2018/1972 z dnia 11 grudnia 2018 r. ustanawiającej Europejski kodeks łączności elektronicznej (EKtE), który w ust. 1 stanowi, że „(...) *W szczególności w celu zachęcania przedsiębiorstw do inwestowania, w tym również w sieci nowej generacji, krajowe organy regulacyjne biorą pod uwagę dokonane przez przedsiębiorstwo inwestycje. Jeżeli krajowe organy regulacyjne uznają obowiązek kontroli cen za właściwe rozwiązanie, umożliwiają przedsiębiorstwu uzyskanie zwrotu stosownej części zainwestowanego kapitału, uwzględniając wszelkie ryzyko typowe dla konkretnego nowego przedsięwzięcia inwestycyjnego. (...)*”. Ponadto, Prezes UKE oparł się na wytycznych szczegółowych w zakresie metodyki przedstawionej w Zawiadomieniu KE oraz wartości poszczególnych parametrów służących wyznaczeniu wskaźnika WACC zaprezentowanych w Raporcie BEREC IV.

We Wniosku KIGEiT wskazano, że Prezes UKE w nieuzasadniony sposób wyznaczył wartość wskaźnika WACC. Zdaniem KIGEiT nie bez znaczenia jest fakt, że wskaźnik WACC w Polsce był dotychczas jednym z najwyższych w Europie. Na potwierdzenie tej tezy KIGEiT przedstawiła dane z Raportu BEREC – zdaniem KIGEiT, potwierdza to Wykres 2 zawarty w uzasadnieniu Zaskarżonej Decyzji przedstawiający wysokość WACC w krajach europejskich.

Odnosząc się do twierdzeń KIGEiT, Prezes UKE wyjaśnia, że Raport BEREC powstał w 2022 r. i zawiera dane z niejednolitego okresu, począwszy od 2014 r. Dane takie nie odzwierciedlają

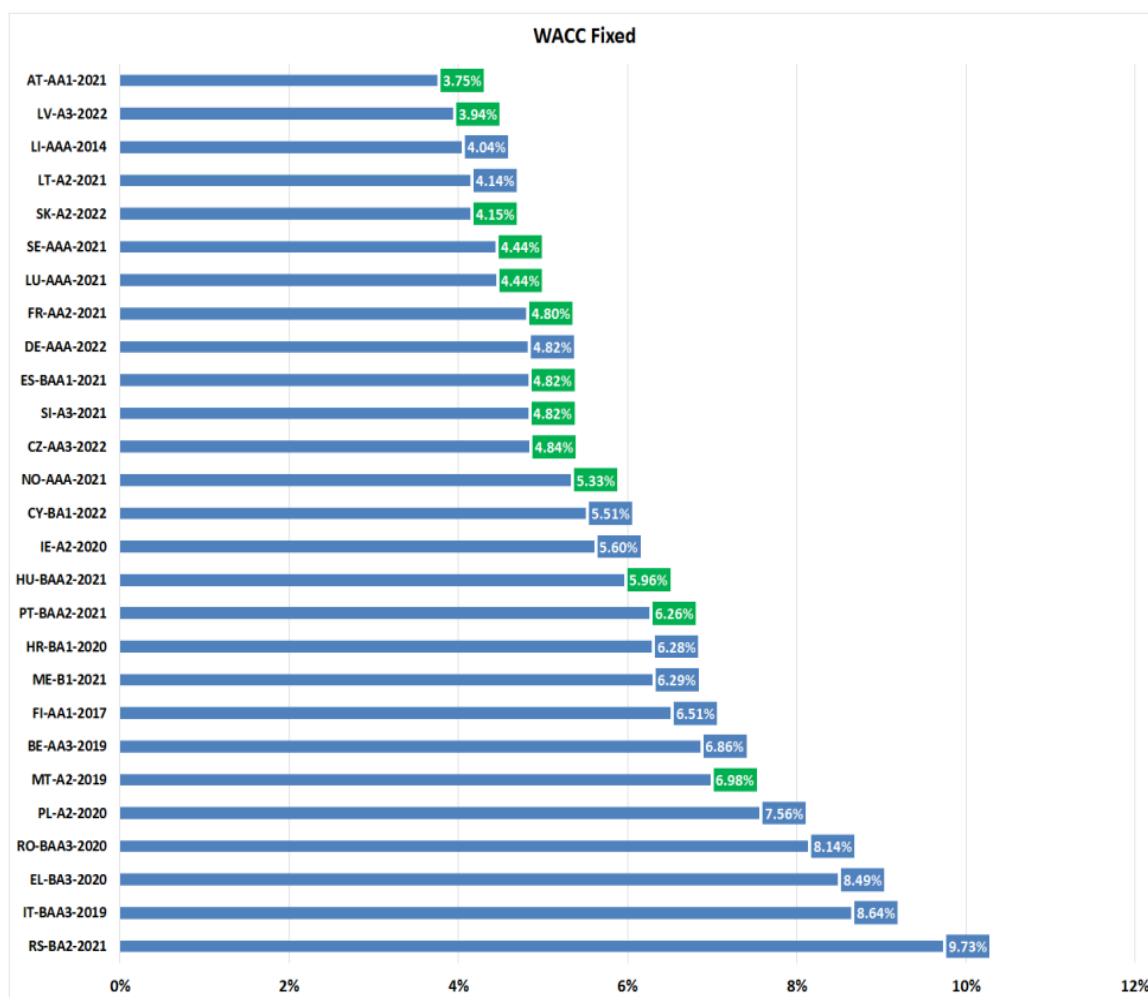
---

<sup>32</sup> [Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2022 roku - Urząd Komunikacji Elektronicznej \(uke.gov.pl\)](#).

często aktualnie panującej rzeczywistości z uwagi na nieustannie zmieniający się rynek i koszty działalności. Ponadto, jak wynika z uzasadnienia Zaskarżonej Decyzji, wskaźnik WACC został wyznaczony w oparciu o odmienne założenia metodyczne wymagane w Zawiadomieniu KE. Zatem, w ocenie Prezesa UKE odmienny okres bazowy pochodzenia danych oraz założenia metodyczne w przypadku wcześniejszych wskaźników WACC i wskaźnika WACC pochodzącego z Zaskarżonej Decyzji, świadczą o braku zasadności porównywania obu rozstrzygnięć oraz wnioskowania na ich podstawie.

Zgodnie z przedstawionym we Wniosku KIGEiT Wykresem 2 Polska plasuje się na piątym miejscu pod względem wysokości WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej wśród 27 krajów UE, a wartość WACC wskazana na wykresie wynosi 7,56%. Wartość zaprezentowana dla Polski pochodzi z decyzji Prezesa UKE, znak: DR.WORK.609.5.2020.36, z dnia 11 czerwca 2021 r.

Wykres 2. Wysokość WACC w krajach europejskich.



Źródło: Wniosek KIGEiT.

Prezes UKE wskazuje, iż w Zaskarżonej Decyzji wartość WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej została określona na poziomie 6,62% co oznacza, że wartość WACC z Zaskarżonej Decyzji jest niższa niż na Wykresie 2.

Odnosząc się do zarzutu KIGEiT wskazującego, że zastosowana w Zaskarżonej Decyzji metoda wyznaczania parametrów niezbędnych do obliczenia wysokości WACC jest nieefektywna, co spowodowało wyznaczenie niepoprawnej wartości wskaźnika WACC, Prezes UKE wskazuje, co następuje. Dane, na których bazował Prezes UKE są obiektywne i powszechnie dostępne. We Wniosku KIGEiT nie zostało wyjaśnione, dlaczego w ocenie izby poszczególne

parametry były nieefektywne. Prezes UKE podkreśla, że przyjęte dane odzwierciedlały zmieniającą się sytuację przedsiębiorstwa oraz sytuację ekonomiczną w Polsce.

W kwestii efektywności należy wskazać, że KIGEiT pomija fakt, iż OPL jest operatorem, na którym ciąży obowiązek kalkulacji kosztów z zastosowaniem metodyki kalkulacji właściwej dla efektywnie działającego przedsiębiorcy, zaś jednym z elementów kalkulacji jest wskaźnik WACC, wyznaczany przez Prezesa UKE w trybie decyzji administracyjnej. Zatem wysokość wskaźnika WACC jest określana zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt przez Prezesa UKE przy uwzględnieniu norm wynikających z dokumentów KE, nie zaś samodzielnie wyznaczanym przez operatora, który z natury rzeczy dążyłby do wyznaczenia wartości maksymalnej wskaźnika. Mając na uwadze powyższe, wskaźnik WACC wyznaczany przez Prezesa UKE należy uznać za efektywny, zaś twierdzenia KIGEiT za niezasługujące na uwzględnienie.

KIGEiT, we Wniosku KIGEiT, zarzuciła Zaskarżonej Decyzji, iż wartość wskaźnika WACC została wyznaczona przy wykorzystaniu błędnie przyjętych współczynników: Beta, struktury kapitału, premii za udostępnienie kapitału własnego (ERP), dodatkowej premii za ryzyko NGA dla światłowodowej infrastruktury telekomunikacyjnej. Prezes UKE odniósł się w sposób szczegółowy do powyższych zarzutów w dalszej części niniejszej decyzji.

### **7.1 Współczynnik Beta ( $\beta$ )**

We Wniosku KIGEiT wskazano, że do kalkulacji wartości Beta Prezes UKE wykorzystał dane oszacowane na podstawie danych z grupy referencyjnej przedsiębiorców telekomunikacyjnych działających w UE w oparciu o średnią wartość Beta kapitałów. W opinii KIGEiT przyjęta przez BEREC metodyka wyznaczania Beta w oparciu o wartość średnią jest zasadna, ponieważ wybrane do kalkulacji podmioty zostały dobrane tak, aby w jak największym stopniu reprezentować rynek telekomunikacyjny w Europie. Zdaniem KIGEiT Prezes UKE błędnie przyjął do kalkulacji średnią Beta kapitałów, ponieważ wartość ta jest obciążona efektem dźwigni finansowej. Oznacza to zdaniem KIGEiT, że na wartość ryzyka wpływa nie tylko ryzyko inwestowania na danym rynku, ale również sposób finansowania spółek.

Zdaniem KIGEiT należy przyjąć wartość Beta aktywów (Beta odlewarowana), ponieważ informuje ona o stopniu ryzyka związanego z ogólnym sposobem funkcjonowania spółki, jej potencjału rynkowego i ogólnych tendencji w rozwoju. Powyższe KIGEiT podniosła także, w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT.

Ponadto, w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT, KIGEiT podniosła, że „*W przypadku nieuwzględnienia przez Prezesa UKE powyższych argumentów odnoszących się do konieczności zastosowania wartości beta aktywów, Izba wnioskuje o ustalenie dla OPL wartości beta na poziomie 0,613 - czyli wartości dla Orange.*”

Prezes UKE w odpowiedzi na prezentowane stanowisko KIGEiT wskazuje, że struktura finansowa firmy ma wpływ na jej współczynnik Beta. W szczególności dźwignia finansowa zwiększa udział ryzyka firmy. Z tego powodu, aby móc porównać wartość Beta kapitału własnego przedsiębiorstwa z wartością Beta innych przedsiębiorstw, często szacuje się Beta aktywów razem z Beta kapitału własnego. Zgodnie z Zawiadomieniem KE w celu oszacowania WACC przekształca się wartość współczynnika Beta aktywów grupy podobnych przedsiębiorstw (z powrotem) w wartość współczynnika Beta akcji (tj. dodaje się z powrotem wpływ zadłużenia na wartość Beta przedsiębiorstwa). W ocenie Prezesa UKE, podejście przyjęte w Zaskarżonej Decyzji, koreluje z sytuacją przedsiębiorcy działającego w branży telekomunikacyjnej, dla którego kalkulowany jest wskaźnik WACC. Pozwala na miarodajną analizę wskaźnika WACC OPL względem wskaźnika WACC, wyznaczanego w analogiczny sposób na podstawie Zawiadomienia KE, w innych państwach. Ponadto, podejście polegające

na wyznaczaniu Beta lewarowanej, realizuje cel Zawiadomienia KE, jakim jest wprowadzenie zharmonizowanego i spójnego podejścia do wyznaczania WACC względem państw działających w ramach UE.

W ocenie Prezesa UKE, wyznaczenie Beta zgodnie z Wnioskiem KIGEiT, byłoby dalekie od struktury kapitału efektywnie działającego przedsiębiorcy, który dąży do optymalizacji struktury finansowania przedsiębiorstwa, niż rezygnacji z jakiegokolwiek finansowania.

We Wniosku KIGEiT wskazano również, że tradycyjnie obliczany dla akcji danej spółki współczynnik Beta względem głównego indeksu giełdy nie uwzględnia różnic zmian kursu giełdowego spółek wynikających ze zmian struktury ich kapitału, w szczególności zaciągniętych zobowiązań finansowych tj. kredytów.

Prezes UKE wskazuje, iż Beta odlewarowana jest odzwierciedleniem stopnia ryzyka zaangażowania kapitału w jakąkolwiek spółkę danej branży, bez uwzględniania ryzyka finansowego struktury kapitału i ryzyka zadłużeniowego firmy.

W tym miejscu należy wskazać, że Beta odlewarowana jest stosowana w sytuacji, gdy firma lub inwestor chcą zmierzyć wyniki papierów wartościowych notowanych na giełdzie w odniesieniu do zmian zachodzących na rynku bez wpływu czynnika zadłużenia tej firmy. Zatem zadłużenie firmy w przypadku Beta odlewarowana jest, w ocenie Prezesa UKE, niejako pomijane, przez co Beta na tym poziomie jest oderwana od sytuacji firmy i ryzyka.

Określenie Beta lewarowanej pomaga inwestorowi zdecydować i określić właściwy kierunek działań, jakie należy podjąć w celu poprawy rentowności. Beta lewarowana jest bardziej dokładna i realistyczna, stąd w przypadku kalkulacji wskaźnika WACC zasadne jest zastosowanie średniej Beta kapitałów. Zawiadomienie KE wskazuje, iż zgodnie z teorią portfelową właściwe jest zastosowanie szerokiego indeksu wartości bety, który w tym przypadku jest indeksem UE, a nie indeksem rynku krajowego. Ponadto, według KE, wartość Bety odzwierciedla warunki ekonomiczne konkretnego przedsiębiorstwa dla którego NRA szacuje WACC. Aby wyprowadzić wartości parametrów WACC specyficznych dla przedsiębiorstwa, NRA zazwyczaj opierają się na grupie przedsiębiorstw działających w dziedzinie łączności elektronicznej („grupa podobnych przedsiębiorstw”) obejmującej przeważnie ich krajowego operatora/krajowych operatorów o znaczącej pozycji rynkowej. W celu wyprowadzenia odpowiednich wartości parametrów specyficznych dla przedsiębiorstwa, NRA wykorzystują jako wartości odniesienia, zgodnie z Zawiadomieniem KE, wartości parametrów dla przedsiębiorstw w grupie podobnych przedsiębiorstw. W związku z powyższym Prezes UKE nie może uwzględnić wniosku KIGEiT o ustalenie dla OPL wartości na poziomie 0,613. Beta kapitałów w omawianej sprawie ma zastosowanie dla wskaźnika WACC dedykowanego dla konkretnej firmy, tu: OPL. Mając na uwadze powyższe wyjaśnienia, twierdzenia z Wniosku KIGEiT oraz ze Stanowiska konsultacyjnego KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

## **7.2 Struktura kapitału**

We Wniosku KIGEiT, KIGEiT wskazała, że wyznaczenie udziału kapitału obcego poprzez zastosowanie dodatkowej formuły jest niepoprawne. KIGEiT wskazała, iż dodatkowe działanie zawyża (o 0,5 pkt proc.) wartość WACC wynikającą z Zaskarżonej Decyzji. Zdaniem KIGEiT, wartość g jest już gotową miarą udziału kapitału obcego do użycia we wzorze WACC i nie ma potrzeby stosowania dodatkowych formuł. W opinii KIGEiT, struktura kapitału z użyciem średniej arytmetycznej wskaźnika gearing dla całej grupy porównawczej BEREC, powinna przyjąć według Raportu BEREC III odpowiednio wartości: 42,42% (waga kapitału obcego) oraz 57,58% (waga kapitału własnego) zamiast wartości przyjmowanych w Zaskarżonej Decyzji 29,78% (kapitał obcy) i 70,22% (kapitał własny). Powyższe zmiany

wpłynęłyby na obniżenie wskaźnika WACC o 0,5 pkt proc. określonego w Zaskarżonej Decyzji. Także T-Mobile w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile oraz KIGEiT w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT stwierdziły, iż waga kapitału obcego powinna być przyjmowana wprost z Raportu BEREC III bez poddawania jej przekształceniu. Ponadto, w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT, KIGEiT wskazała, że Prezes UKE, w ramach notyfikacji, powinien skierować zapytanie do KE odnośnie przyjętego przez UKE podejścia do wyznaczania struktury kapitału podkreślając, że podejście zastosowane przez regulatorów w innych krajach jest odmienne.

Odnosząc się do powyższego Prezes UKE zaznacza, że w Decyzji KE, KE wskazała za właściwe przyjęcie (na podstawie ówczesnie obowiązującego Raportu BEREC III) średniej arytmetycznej wartości wskaźnika dźwigni 15 przedsiębiorstw w grupie podobnych przedsiębiorstw jako wartości 42,42 %. W związku z tym w przypadku pełnej grupy podobnych przedsiębiorstw „udział zadłużenia” również wynosi 42,42 %, a „udział kapitału” we wzorze WACC wynosi 57,58 %. Mając na uwadze stanowisko KE, Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę, uwzględnił zatem powyższe rozwiązanie w niniejszej decyzji w zakresie zastosowania udziału kapitału obcego i w konsekwencji udziału kapitału własnego jako wag - odpowiednio dla kosztu kapitału obcego i kosztu kapitału własnego. Jednocześnie, z uwagi na fakt, iż został opublikowany Raport BEREC IV, Prezes UKE, ponownie rozpatrując niniejszą sprawę, zobowiązany był uwzględnić zmianę stanu faktycznego, stąd do określenia wskaźnika WACC został przyjęty aktualny wskaźnik zadłużenia wynikający z Raportu BEREC IV w wysokości 45,36% (w Raporcie BEREC III była to wartość 42,42 %).

Mając na uwadze powyższe, zarzuty KIGEiT podniesione we Wniosku KIGEiT i Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz zarzuty T-Mobile podniesione w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile w ww. zakresie były zbieżne z wytycznymi KE z Decyzji KE i w związku z tym zostały skonsumowane.

### **7.3 Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)**

We Wniosku KIGEiT wskazano, że w Raporcie BEREC III wartość ogólnounijnego ERP została wyznaczona jako średnia wartość ERP krajowych dla wybranych krajów UE. W Raporcie BEREC III wyznaczono wartość ERP jako wartość opartą na średniej arytmetycznej (w wysokości 5,69%) oraz średniej geometrycznej (4,37%), przy czym BEREC nie wskazał na to, która z tych wartości powinna być użyta do kalkulacji.

Prezes UKE wyjaśnia, iż w literaturze również nie ma jednomyślności co do zasadności uznania przewagi którejś z metod kalkulacji ERP. KIGEiT wskazała, że za przyjęciem ERP w oparciu o średnią geometryczną opowiada się wielu specjalistów. KIGEiT powołała się na Bluma, T. Copelanda, T. Koller i J. Murrina. Zdaniem KIGEiT z uwagi na fakt, że wskaźnik WACC wykorzystywany jest do kalkulacji opłat w modelu operatora efektywnego, niezasadne jest przyjmowanie wartości ERP, która zawiązałaby jego wartość. W związku z tym do kalkulacji WACC powinna zostać przyjęta wartość 4,37% wyznaczona jako średnia geometryczna wartość ERP krajów UE. Powyższe KIGEiT podniosła także w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT.

Odnosząc się do zarzutów KIGEiT, Prezes UKE podkreśla, że w Raporcie BEREC III (a obecnie w Raporcie BEREC IV) wskazano, iż Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę obliczenia wartości ERP traktuje średnią arytmetyczną, a NRA, które nie stosują średniej arytmetycznej, musiałyby przedstawić wyjaśnienie uzasadniające ich wynik, nawet jeśli mieszczą się w przedziale średniej arytmetycznej i geometrycznej 4,37% - 5,69% (tak w Raport BEREC III). Należy zwrócić uwagę, iż w dokumencie KE „Communication from the Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the

Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector<sup>33</sup>, w Rozdziale 5.2.3.2 The equity risk premium based on historical series”, zostało wyjaśnione, że (...) najlepszym podejściem do oszacowania premii za ryzyko kapitałowe jest przyjęcie wartości nominalnej przy użyciu szeregów historycznych i wyprowadzenie premii za ryzyko kapitałowe opartej na średniej arytmetycznej. Dodatkowo Prezes UKE wskazuje, że przyjęcie średniej arytmetycznej wartości ERP jest spójne z przyjętą koncepcją metodyki zastosowanej przez Prezesa UKE przy wyznaczeniu poszczególnych parametrów WACC.

Ponowna analiza w zakresie parametru ERP wskazuje, że zasadne było i nadal (w niniejszej decyzji) jest przyjęcie średniej arytmetycznej, a tym samym Prezes UKE podtrzymuje swoją argumentację zastosowaną w Zaskarżonej Decyzji.

Mając na uwadze powyższe wyjaśnienia, twierdzenia z Wniosku KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

#### **7.4 Premia za ryzyko NGA – Wniosek KIGEiT**

We Wniosku KIGEiT wskazano, że dodatkową premię za ryzyko NGA stosuje zaledwie kilka krajów UE i jej wartość kształtuje się w przedziale od 0,94% do 3,20%. Premia za ryzyko NGA stosowana w Zaskarżonej Decyzji wyniosła 1,84% i była niższa niż w roku 2021 (2,05%), ale jednocześnie wyższa niż wartość wynikająca z decyzji przyjętych w latach 2018 i 2019 (1,25%). Dodatkowo KIGEiT wskazała, że w Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE w żaden sposób nie uzasadnił, dlaczego w Polsce inwestycje w sieci światłowodowe wymagają doliczenia dodatkowej premii za ryzyko NGA i dlaczego wartość ma wynosić 1,84%. KIGEiT wskazała, że premia powinna być wliczana jedynie wówczas, gdy ryzyko inwestycyjne faktycznie jest wyższe, a nie wyłącznie dlatego, że są w UE kraje, które stosują takie podejście. Zdaniem KIGEiT Prezes UKE nie przeprowadził analizy ryzyk wskazanych w Zaskarżonej Decyzji, a tym samym nie udowodnił, że zasadne jest doliczenie jakiegokolwiek premii za ryzyko NGA. W opinii KIGEiT brak jest uzasadnienia dla doliczenia premii za ryzyko NGA. Dodatkowo wyznaczenie wartości premii za ryzyko NGA w oparciu o średnią arytmetyczną z 5 krajów nie ma żadnego uzasadnienia. Równie dobrze, zdaniem KIGEiT, Prezes UKE mógłby przyjąć do kalkulacji średnią ze wszystkich wysokości premii za ryzyko NGA, co doprowadziłoby do obniżenia wartości parametru. Ponadto KIGEiT w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz T-Mobile w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile wskazały, że Prezes UKE nie przedstawił uzasadnienia, dlaczego do wyliczenia premii pominął wartości zerowe, skoro z przeprowadzonej przez niego ankiety wśród 26 NRA wynika, iż aż 21 z nich nie stosuje żadnej dodatkowej premii za ryzyko związane z tego typu inwestycjami.

Odpowiadając na zarzut KIGEiT, Prezes UKE wskazuje, że doliczenie premii za ryzyko NGA dla sieci FTTH rekomendowane jest przez Zalecenie NGA, co powinno zostać poprzedzone oceną okoliczności, w których operator regulowany podejmuje inwestycje. Prezes UKE, wyznaczając wskaźnik WACC dla OPL, jako organ regulacyjny, zobowiązany był poddać ocenie udział OPL w realizacji usług dostępu do Internetu realizowanego w oparciu o infrastrukturę światłowodową względem: konkurencji, substytucyjnych technologii, popytu na usługi, a także otoczenia makroekonomicznego, sytuacji geopolitycznej oraz związanych z tymi obszarami ryzyk mających wpływ na inwestycje podejmowane przez OPL. Przeprowadzona przez Prezesa UKE analiza wykazała, iż w świetle wytycznych Zalecenia NGA zachodzą przesłanki przemawiające za uwzględnieniem dodatkowej premii za ryzyko NGA, a co za tym idzie wyznaczeniem wyższego wskaźnika WACC dla usług realizowanych w oparciu

---

<sup>33</sup> Communication from the Commission Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector (Text with EEA relevance) 2019/C 375/01 - Publications Office of the EU (europa.eu).

o infrastrukturę światłowodową. Jednocześnie Prezes UKE wyjaśnia, iż Zalecenie NGA nie przewiduje metodyki w zakresie wyznaczania premii za ryzyko NGA, pozostawiając swobodę NRA. Prezes UKE, wyznaczając premię za ryzyko NGA, miał na uwadze zasady, jakie przyświecały Zawiadomieniu KE w zakresie wyznaczania WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej tj. spójne i zharmonizowane podejście NRA do kalkulacji wskaźnika WACC wewnątrz UE. Ponadto, przyjmując średnią arytmetyczną, jako metodykę służącą wyznaczaniu premii za ryzyko NGA dla OPL, Prezes UKE uwzględnił fakt, iż w Zawiadomieniu KE, KE rekomenduje średnią arytmetyczną jako najlepszą metodykę wyznaczania poszczególnych parametrów służących do wyznaczenia wskaźnika WACC. Zatem w celu zapewnienia spójności metody wyznaczania poszczególnych parametrów WACC, także w przypadku premii za ryzyko NGA Prezes UKE zastosował średnią arytmetyczną.

Zalecenie NGA jest obowiązujące, a Prezesowi UKE nie są znane regulacje/rekomendacje, które wskazywałyby na brak uzasadnienia w zakresie stosowania premii za ryzyko NGA. Z kolei Zawiadomienie KE oraz Raport BEREC IV regulują kalkulację WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej; w zakresie WACC dla światłowodowej infrastruktury telekomunikacyjnej pozostawiają swobodę NRA.

Jednocześnie, odnosząc się do zarzutów KIGEiT oraz T-Mobile, które twierdzą, że Prezes UKE nie wyjaśnił, dlaczego przy wyznaczaniu średniej arytmetycznej pominął fakt, iż 21 krajów nie stosuje premii za ryzyko NGA oraz pominął zerowe wartości premii (tj. przyjmowane przez kraje, które nie stosują mechanizmu premii za ryzyko) przy wyznaczaniu średniej arytmetycznej, Prezes UKE w odpowiedzi stwierdza, iż z analizy odpowiedzi wszystkich 26 NRA, do których wysłał zapytanie w sierpniu 2023 r. w tej sprawie wynika, iż NRA z 21 krajów nie stosują premii za ryzyko z różnych względów: nie prowadzą kalkulacji kosztów w oparciu o długookresowe koszty przyrostowe, gdzie jest stosowany WACC, nie regulują światłowodów na Rynku 3a i Rynku 3b, stosują jedną wartość WACC dla całej działalności lub WACC zintegrowany z działalnością mobilną, nie ustalają WACC dla światłowodu, uznają, iż nie istnieje dodatkowe ryzyko dla inwestycji w infrastrukturę światłowodową. W ocenie Prezesa UKE stosowanie dodatkowej premii za ryzyko skorelowane jest z istnieniem ryzyka, zaś jej wysokość na poziomie zero jest sprzeczna z tą ideą. Z powyższych względów przyjęcie, iż kraje nie stosujące premii za ryzyko, ustalają ją na poziomie zerowym, należy uznać za pozbawione podstaw i niezastępowalne na uwzględnienie. W ocenie Prezesa UKE, premia za ryzyko NGA, pełni funkcję zachęty i rekompensaty za podejmowanie działań inwestycyjnych w infrastrukturę FTTH, stąd wartość zerowa nie może być brana pod uwagę.

We Wniosku KIGEiT, KIGEiT zarzuciła, iż w Zaskarżonej Decyzji brak jest informacji, jaka część inwestycji w sieci światłowodowe została dokonana na obszarach, w których rzeczywiste zastosowanie miał regulowany WACC. Ponadto, zdaniem KIGEiT na wzrost liczby gospodarstw domowych w zasięgu sieci światłowodowych OPL wpływ miały inne czynniki, np. dofinansowanie projektów z POPC<sup>34</sup>. Powyższe, podniosła KIGEiT także w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz także T-Mobile w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile. Odnosząc się do powyższego Prezes UKE zwraca uwagę, że WACC jest dedykowany jedynie do usług regulowanych, a dodatkowa premia za ryzyko NGA odnosi się do promowania inwestycji związanych z Rynkiem 3a i Rynkiem 3b ponoszonych przez OPL z własnych środków. W ocenie Prezesa UKE, na wzrost liczby gospodarstw domowych w zasięgu sieci światłowodowych OPL wpływ miało wiele czynników i niewątpliwie jednym z nich jest premia za ryzyko NGA, a fakt, że została ona zasadnie dodana do wskaźnika WACC dla miedzianej infrastruktury telekomunikacyjnej, w celu określenia WACC dla światłowodowej

---

<sup>34</sup> Program Operacyjny Polska Cyfrowa.

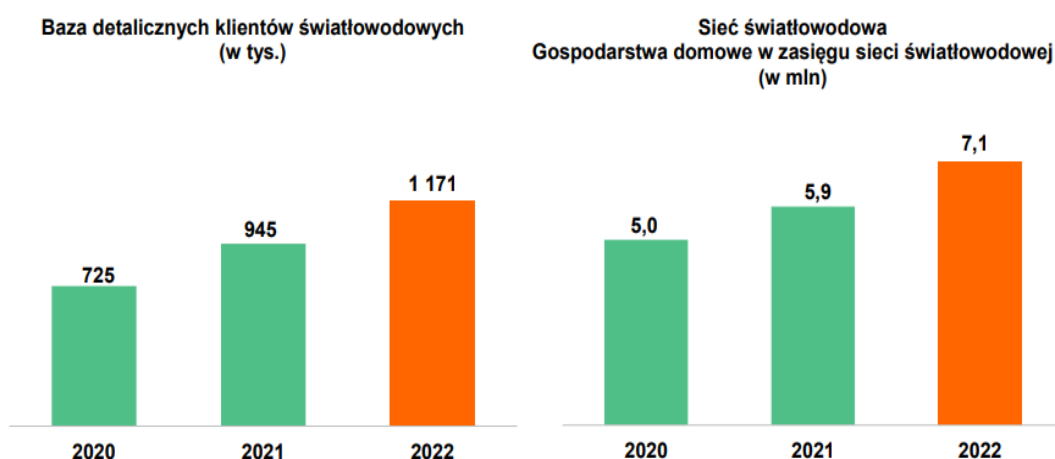
infrastruktury telekomunikacyjnej, potwierdzają wyjaśnienia zamieszczone zarówno w Zaskarżonej Decyzji, jak i w dalszej części uzasadnienia niniejszej decyzji.

Zdaniem KIGEiT, w uzasadnieniu Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE wysunął niczym nieopartą tezę mówiącą o osiągnięciu „punktu elastyczności”, przy którym wielkość inwestycji się nie zmienia. W ocenie KIGEiT, Prezes UKE całkowicie ten fakt przemilczał, a przedstawiona teza nie została poparta żadnymi analizami, które by wskazywały, że rzeczywiście podniesienie premii za ryzyko NGA przełoży się pozytywnie na wzrost inwestycji.

Odnosząc się do powyższego, zdaniem Prezesa UKE, twierdzenia KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie, gdyż w Zaskarżonej Decyzji poddano analizie tempo wzrostu liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu FTTH, co zostało zobrazowane w Zaskarżonej Decyzji na Wykresie 3 „Liczba gospodarstw domowych i przyrost gospodarstw domowych objętych zasięgiem FTTH OPL [w mln]”. W Zaskarżonej Decyzji, Prezes UKE przeprowadził analizę, w wyniku której stwierdził, iż największy wzrost liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu FTTH OPL osiągnęła w 2017 r. W 2018 r. i 2019 r. wzrosty były już mniejsze. Wartość przyrostu liczby nowych gospodarstw będących w zasięgu FTTH z 2019 r. utrzymała się w 2020 r., w 2021 r. ponownie wzrosła, osiągając poziom z 2018 r. Przekładając powyższe na wysokość premii za ryzyko NGA, która od kilku lat była doliczana w wysokości 1,25% do wartości WACC, w celu promowania inwestycji w FTTH, został osiągnięty poziom penetracji usługami światłowodowymi OPL, przy którym wielkość inwestycji nie uległa zmianie. Rok 2019 i 2020 prezentuje identyczne wartości 0,8 mln gospodarstw domowych w zasięgu (Wykres 5 poniżej).

Natomiast, dane zaprezentowane na Wykresie 3 poniżej, wskazują na dalszy przyrost gospodarstw domowych będących w zasięgu sieci światłowodowej w 2022 r. Przyrost liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu sieci światłowodowej zwiększył się odpowiednio z 5,9 mln w 2021 r. do 7,1 mln w 2022 r. Zdaniem Prezesa UKE dane potwierdzają pozytywny wpływ polityki regulacyjnej w zakresie stosowanej premii za ryzyko NGA, zgodnie z podejściem przyjętym w Zaskarżonej Decyzji i utrzymanym w niniejszej decyzji.

Wykres 3. Baza klientów Internetu stacjonarnego OPL w technologii światłowodowej.



Źródło: Sprawozdanie zarządu OPL z działalności za 2022 rok zakończony 31 grudnia 2022 r.

Odnosząc się ponadto do stwierdzenia KIGEiT, iż na wzrost liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu sieci światłowodowych OPL wpływ miały inne czynniki, np. dofinansowanie projektów z POPC, Prezes UKE wyjaśnia, iż zaprezentowane dane



potwierdzają fakt, iż w 2021 r. w zasięgu sieci światłowodowej OPL znajdowało się 5,9 mln gospodarstw domowych, co oznacza wzrost o około 0,9 mln gospodarstw w 2021 r. w stosunku do 2020 r. Jednocześnie z informacji publicznie dostępnych wynika, iż na koniec 2021 r. z środków pochodzących z POPC, OPL wybudowała sieć, w której zasięgu znalazło się około 0,3 mln gospodarstw domowych<sup>35</sup>. Powyższe oznacza, iż do około 0,6 mln OPL doprowadziła sieć światłowodową korzystając ze środków innych niż POPC. Zdaniem Prezesa UKE, przywołane okoliczności potwierdzają, iż w 2021 r. przyrost liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu sieci światłowodowej OPL, zrealizowanych ze środków POPC był niższy niż z środków własnych OPL, stąd twierdzenia KIGEiT przedstawione na wstępie należy uznać za niezastępujące na uwzględnienie. Jednocześnie Prezes UKE wskazuje, iż w niniejszej sprawie, istotna jest korelacja WACC i jego wpływ na wzrost inwestycji w sieci światłowodowe na rynkach regulowanych tu: Rynku 3a i Rynku 3b. Informacje przywołane przez KIGEiT w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT wskazujące, iż OPL zaraportowała w 2021 r. gospodarstwa domowe znajdujące się w zasięgu własnej sieci przyjmując również zasięgi oparte o inwestycje dokonane przez innych operatorów i udostępniane OPL na zasadach hurtowych, potwierdzają jedynie przyrost inwestycji w infrastrukturę światłowodową, finansowaną także z innych źródeł, niż środki własne OPL. Podobnie, struktura przyszłych zasięgów sieci OPL w latach 2020-2024 przedstawiona w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT wskazuje na wzrost inwestycji finansowanych z środków własnych OPL.

Mając na uwadze powyższe stwierdzenia, za pozbawione podstaw należy uznać twierdzenia KIGEiT, iż rozstrzygnięcie podjęte przez Prezesa UKE w zakresie wyznaczenia WACC FTTH nie zostały poparte danymi i analizami.

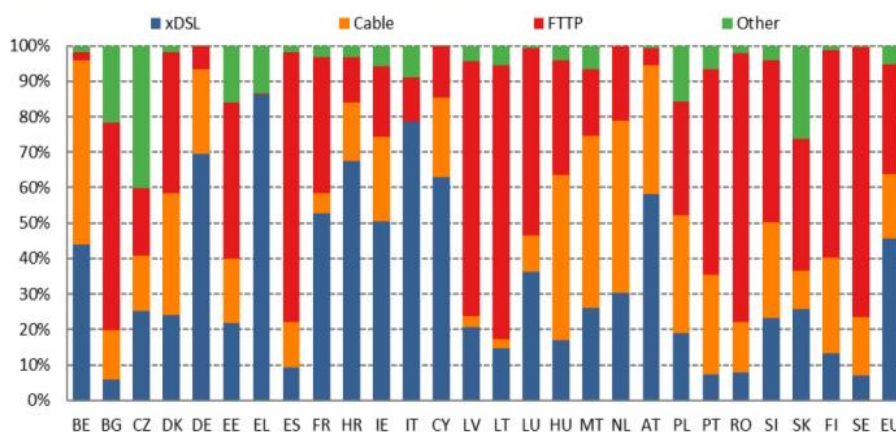
W ocenie Prezesa UKE, nieuzasadnione są także twierdzenia KIGEiT, z Wniosku KIGEiT, wedle których trudno zgodzić się z tezą, że ryzyko związane z inwestycjami w infrastrukturę światłowodową było w 2022 r. i będzie w latach następnych wyższe niż miało to miejsce w latach 2018, 2019, a nawet 2017 roku. Powyższe podniosła KIGEiT także w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz także T-Mobile w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile. Zdaniem Prezesa UKE teza podważana przez KIGEiT i T-Mobile, jest jak najbardziej aktualna i prawdziwa. KIGEiT i T-Mobile w ocenie Prezesa UKE pomijają zupełnie fakt, iż obecnie inwestycje w sieci światłowodowe prowadzone są równoległe z inwestycjami w substytucyjne względem światłowodów technologie, mogące zapewnić produktowo bardzo podobne usługi. Powołując się na materiał dowodowy, zgromadzony w niniejszej sprawie, Prezes UKE zwraca uwagę, iż powyższe zjawisko ma miejsce w Polsce i zauważalne jest na wykresie pochodzącym z cytowanego we Wniosku KIGEiT dokumentu z lipca 2021 r. Digital Economy and Society Index 2022 (dalej „DESI”).

---

<sup>35</sup> źródło: <https://www.telepolis.pl/wiadomosci/prawo-finanse-statystyki/orange-przybywa-swiatlowodow-operator-ujawnia-jaki-ma-zasie>.

Wykres 4. Stacjonarne łącza szerokopasmowe – udziały w rynku technologicznym (% abonentów).

Figure 32 Fixed broadband subscriptions – technology market shares in the EU (% of subscriptions), July 2021



Source: Communications Committee (COCOM)

Źródło: Wniosek KIGEiT.

Jak wynika z powyżej przedstawionych danych, z punktu widzenia wszystkich technologii, światłowodów nie odgrywa znaczącego udziału jako medium w zakresie dostarczania usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu w oparciu o sieć stacjonarną. Prezes UKE przy podejmowaniu decyzji o zastosowaniu premii za ryzyko NGA ocenił obecność oraz stopień ryzyka inwestycyjnego zgodnie z Zaleceniem NGA. Mając na uwadze między innymi stan penetracji rynku łączy światłowodowymi oraz przyszłą rozbudowę infrastruktury światłowodowej przez OPL, Prezes UKE wziął pod uwagę takie czynniki ryzyka jak: niepewność w odniesieniu do zapotrzebowania detalicznego i hurtowego, niepewność w odniesieniu do kosztów prac z zakresu infrastruktury technicznej i wykonawstwa kierowniczego, niepewność w odniesieniu do postępu technologicznego, niepewność w odniesieniu do dynamiki rynku i zmieniającej się sytuacji konkurencyjnej, np. pod względem konkurencji w zakresie infrastruktury lub sieci przewodowych, oraz niepewność makroekonomiczną. Prezes UKE zwraca uwagę, iż według przywołanego przez KIGEiT, we Wniosku KIGEiT, w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile raportu: „Raportu o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2021 roku”, udział technologii światłowodowej, w strukturze przychodów wynosi 33,9%, a więc wynika z tego, że sieć światłowodowa jest nadal w fazie rozwoju. Należy też wspomnieć o konkurencyjnym sposobie korzystania z dostępu do Internetu za pomocą bezprzewodowego zasięgu sieci LTE<sup>36</sup> oferowanym przez operatorów mobilnych, którzy łącznie swoim zasięgiem pokryli ponad 90% terenu Polski<sup>37</sup>. Powyższe potwierdza stanowisko Prezesa UKE zawarte w Zaskarżonej Decyzji, mówiące o tym, że brak jest gwarancji popytu na usługi ze strony klientów detalicznych oraz hurtowych, co przekłada się na ryzyko inwestycyjne OPL.

W Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT oraz w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile, zarówno KIGEiT jak i T-Mobile, odnośnie stwierdzenia Prezesa UKE, iż Internet mobilny „obecnie jest w stanie bezpośrednio konkurować z Internetem światłowodowym, stwarzając ryzyko inwestycyjne dla rozwijanej infrastruktury światłowodowej”, uznały, iż jest to ocena możliwości technicznych technologii bezprzewodowych LTE. Zdaniem T-Mobile i KIGEiT

<sup>36</sup> ang. Long Term Evolution - nazwa technologii, za pośrednictwem której odbywa się transmisja danych w sieci 4G.

<sup>37</sup> Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2021 roku, s. 128.

ocena ta pozostaje w sprzeczności z ustaleniami Prezesa UKE w zakresie zidentyfikowanych punktów adresowych, charakteryzujących się brakiem dostępu do Internetu o przepustowościach co najmniej 100 Mbit/s na potrzeby wsparcia rozwoju sieci szerokopasmowych w ramach Programu Operacyjnego FERC (FERC) i Krajowego Planu Odbudowy (KPO). Gdyby Prezes UKE uznawał, że istniejące technologie mobilne są w stanie zapewnić przepustowości odpowiadające łączom światłowodowym (lub chociażby wspomniane min. 100 Mbit/s), to interwencja publiczna na obszarach, na których takie sieci występują byłaby niedozwolona i niezgodna z unijnymi zasadami w zakresie pomocy publicznej. Jednakże lista tzw. białych plam przygotowana przez Prezesa UKE (punkty adresowe, nieobjęte zasięgiem sieci o parametrach min. 100 Mbit/s), która została poddana pod konsultacje publiczne w celu wyeliminowania tych miejsc, w których w okresie najbliższych 3 lat planowane są inwestycje komercyjne nie uwzględnia zasięgu sieci LTE. Będzie ona stanowić punkt wyjścia dla przyszłego wsparcia sieci szerokopasmowych o wysokich przepustowościach.

Jak wskazały KIGEiT oraz T-Mobile, biorąc powyższe pod uwagę Prezes UKE powinien przeprowadzić dodatkową analizę i zweryfikować swoje ustalenia, zawarte w projektowanej decyzji co do bezpośredniej konkurencyjności istniejących sieci mobilnych LTE z przyszłymi inwestycjami w sieci światłowodowe, albo odpowiednio zmodyfikować listę tzw. białych plam, które będą przedmiotem interwencji publicznej w ramach FERC i KPO, tj. usunąć obszary, gdzie dofinansowane inwestycje mogą zakłócać istniejącą konkurencję z sieciami bezprzewodowymi LTE.

Odnosząc się do powyższych twierdzeń T-Mobile i KIGEiT, Prezes UKE wyjaśnia, iż ani w Zaskarżonej Decyzji, ani w projekcie niniejszej decyzji Prezes UKE nie dokonywał oceny możliwości technicznych technologii bezprzewodowych LTE. Natomiast, Prezes UKE zwraca uwagę, iż zgodnie z przesłankami Zalecenia NGA, dokonał jedynie oceny występowania „niepewności w odniesieniu do dynamiki rynku i zmieniającej się sytuacji konkurencyjnej, na przykład pod względem konkurencji w zakresie infrastruktury i/lub sieci przewodowych” oraz „niepewności w odniesieniu do zapotrzebowania detalicznego i hurtowego”.

Ponadto, odpowiadając na twierdzenia KIGEiT i T-Mobile ze Stanowiska konsultacyjnego KIGEiT i ze Stanowiska konsultacyjnego T-Mobile, że bezpośrednia konkurencja Internetu mobilnego z Internetem światłowodowym, stwarza ryzyko inwestycyjne dla rozwijanej infrastruktury światłowodowej (co stwierdził Prezes UKE w projekcie decyzji), stoją w ocenie KIGEiT i T-Mobile w sprzeczności z unijnymi zasadami w zakresie pomocy publicznej i planowanymi inwestycjami komercyjnymi, zdaniem Prezesa UKE stanowią one nadinterpretację stwierdzeń, jakie padły w Zaskarżonej Decyzji i w projekcie niniejszej decyzji (jak również są wyrwane z kontekstu). Należy podkreślić, iż stwierdzenia Prezesa UKE zostały użyte na potrzeby oceny istniejącego, na moment wydania Zaskarżonej Decyzji i konsultacji projektu niniejszej decyzji ryzyka braku gwarancji popytu na usługi światłowodowe realizowane na Rynku 3a i Rynku 3b ze strony klientów detalicznych oraz hurtowych, jak i ryzyka zmieniającej się sytuacji konkurencyjnej. Konieczność oceny ww. ryzyk, stanowi wypełnienie przez Prezesa UKE jednej z przesłanek wynikających z Zalecenia NGA w świetle określenia wskaźnika WACC FTTH. Prezes UKE zwraca uwagę, iż wskaźnik WACC (w tym WACC FTTH) jest określany tylko dla OPL w związku z obowiązkami nałożonymi na OPL w zakresie kalkulacji kosztów z art. 39 Pt na Rynku 3a i Rynku 3b. Prezes UKE określając wskaźnik WACC, dokonuje oceny ryzyk z punktu widzenia OPL jako operatora regulowanego na Rynku 3a i Rynku 3b.

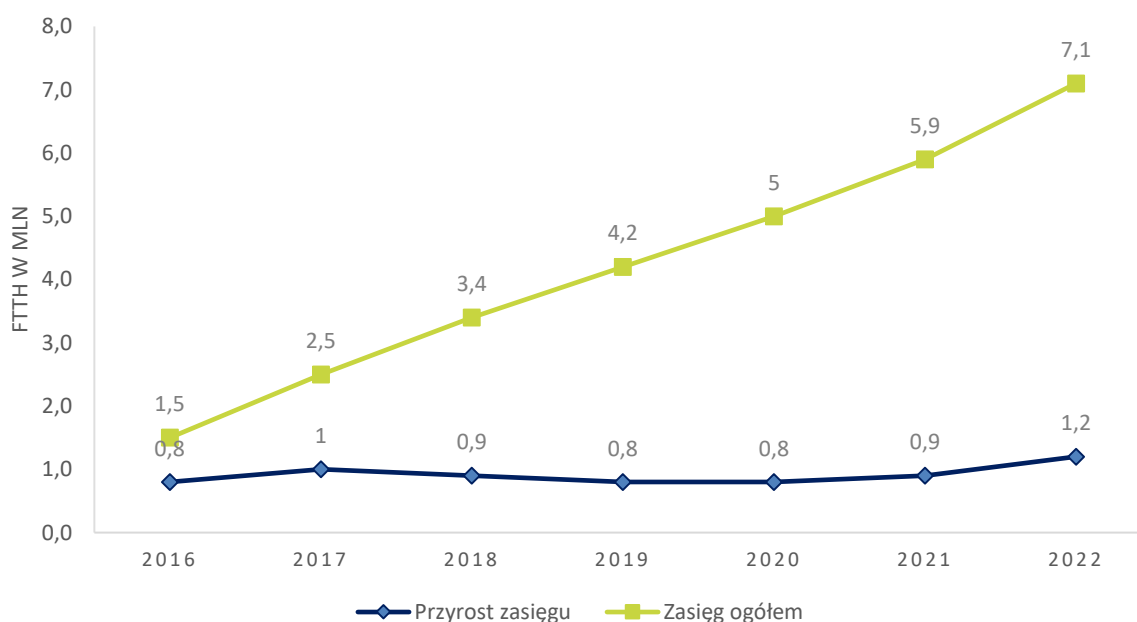
Mając na uwadze powyższe, twierdzenia KIGEiT i T-Mobile, należy uznać za pozbawione podstaw, a wnioski w zakresie przeprowadzenia analiz konkurencyjności LTE wykraczające

poza zakres niniejszego postępowania, którego przedmiotem jest określenie wskaźnika WACC (dla Rynku 3a i Rynku 3b) i nie zasługujące na uwzględnienie.

Prezes UKE wskazał w Zaskarżonej Decyzji, co podkreśla także w niniejszej decyzji, że na uwagę zasługuje, fakt, iż rokrocznie OPL zwiększa zasięg sieci światłowodowej co obrazuje poniższy wykres, jednocześnie baza klientów dostępu szerokopasmowego realizowanego w oparciu o technologię światłowodową w 2021 r. wyniosła 34%, a w 2022 r. 42% w odniesieniu do wszystkich klientów usług szerokopasmowych OPL.

W tym względzie, Prezes UKE odnosząc się do twierdzenia T-Mobile ze Stanowiska konsultacyjnego T-Mobile, wskazuje, iż celem powyższych twierdzeń, nie była ocena tego, czy baza klientów OPL odbiega od bazy innych operatorów, a wykazanie, iż inwestycje w infrastrukturę światłowodową postępują, co zauważa także T-Mobile, a potencjał do dalszego rozwoju jest jeszcze ciągle duży. Prezes UKE potwierdza za T-Mobile, iż liczba użytkowników xDSL i infrastruktury kablowej maleje, co stanowi jednak wyraz naturalnej potrzeby korzystania przez użytkowników z coraz bardziej nowoczesnych usług, zapewniających wysokie przepływności. Łącznie udział użytkowników xDSL i infrastruktury kablowej przekracza ciągle udział, użytkowników FTTH (Wykres 4). Prawidłowość ta widoczna jest także jeśli chodzi o strukturę przychodów z dostępu stacjonarnego do Internetu (Wykres 6).

Wykres 5. Liczba gospodarstw domowych i przyrost gospodarstw domowych objętych zasięgiem FTTH OPL [w mln].



Źródło: Opracowanie własne sporządzone na podstawie sprawozdań finansowych OPL w latach 2016-2022<sup>38</sup>.

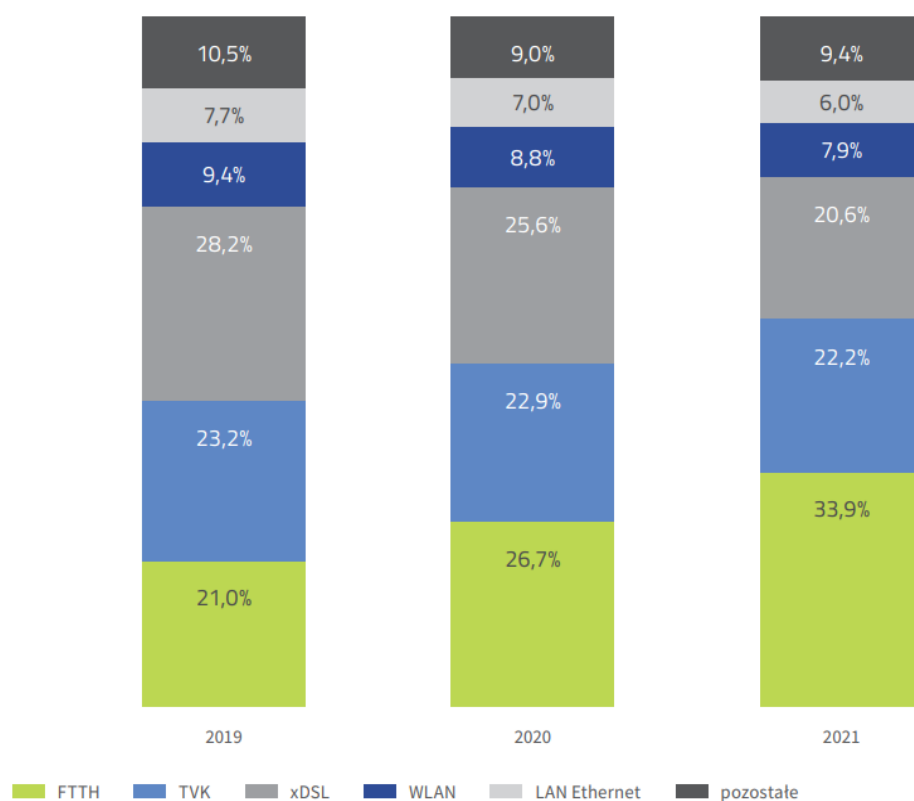
KIGEiT, we Wniosku KIGEiT, zwraca uwagę na fakt, iż w związku z pandemią Covid-19 zapotrzebowanie na usługi świadczone przy wykorzystaniu sieci światłowodowych znacząco wzrosło. Prezes UKE zauważa, iż przy jednoczesnym wzroście zapotrzebowania na dostęp do Internetu w związku z pandemią Covid-19 wzrosła też dostępność Internetu oferowanego nie tylko poprzez infrastrukturę światłowodową. Technologiczny rozwój sieci LTE i 5G<sup>39</sup> sprawia, że oferują one coraz szybsze prędkości dostępu do Internetu, a dodatkowe korzyści,

<sup>38</sup> Q4 2022 Presentation - EN - vdef.pdf (orange.com).

<sup>39</sup> <https://www.gov.pl/web/5g/podstawowe-informacje>.

jakie oferuje bezprzewodowy dostęp do Internetu sprawia, iż część konsumentów może decydować się na niego rezygnując z dostępu stacjonarnego. Systematycznie powiększa się liczba użytkowników mobilnego dostępu do Internetu. Użytkownicy Internetu mobilnego, świadczonego za pomocą dedykowanych urządzeń typu modemy, karty czy klucze, stanowili w 2021 r. 51% użytkowników Internetu ogółem<sup>40</sup>. Zatem Internet mobilny obecnie jest w stanie bezpośrednio konkurować z Internetem światłowodowym, stwarzając ryzyko inwestycyjne dla rozwijanej infrastruktury światłowodowej.

Wykres 6. Struktura przychodów z dostępu stacjonarnego do Internetu pod względem wykorzystywanych technologii.



Źródło: Raport UKE 2021.

Mając na uwadze powyższe, przyjęta przez KIGEiT oraz T-Mobile argumentacja nie zasługuje na uwzględnienie. KIGEiT oraz T-Mobile pomijają fakt, iż rynek telekomunikacyjny podlega ciągłym zmianom. Należy zauważyć, że infrastruktura telekomunikacyjna jest zrealizowana nie tylko w oparciu o technologię światłowodową – na rynku dostępnych jest wiele konkurujących ze sobą technologii, dzięki którym szerokopasmowy Internet jest dostarczany abonentom.

Ponadto, w 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej („RPP”) zmieniała stopy procentowe niemal co miesiąc. Finalnie we wrześniu 2022 r. nastąpił wzrost stopy wolnej od ryzyka do 6,75%<sup>41</sup>, obecnie kształtuje się ona na niższym poziomie. Fluktuacje na rynku finansowym świadczą o niepewnych warunkach finansowania inwestycji<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2021 roku, s. 24.

<sup>41</sup> <https://www.obligacjeskarbowe.pl/oferta-obligacji/obligacje-10-letnie-edo/edo0932/>, dostęp 9.03.2023 r.

<sup>42</sup> <https://www.totalmoney.pl/artykuly/podwyzka-stop-procentowych-aktualne-informacje-o-stopach-procentowych-w-polsce>, dostęp 10.03.2023 r.

Mając na uwadze powyższe okoliczności należy wskazać, iż rozbudowa sieci światłowodowej obciążona jest nadal ryzykiem inwestycyjnym, a ryzyko to przejawia się w trudnej i skomplikowanej sytuacji makroekonomicznej oraz gospodarczej, co powoduje m.in. rosnące koszty obsługi długu.

KIGEiT zauważyła również, że przy wyznaczaniu premii za ryzyko NGA Prezes UKE jest niekonsekwentny, ponieważ w decyzji wydanej w 2019 r. przyjął wartość stałą. Zdaniem KIGEiT przyjęcie dodatkowej premii za ryzyko NGA dla sieci światłowodowych, tylko dlatego, że taką premię stosuje 5 spośród krajów europejskich jest niezasadne. Premia za ryzyko NGA powinna być doliczana wyłącznie wówczas, gdy występują na to warunki rynkowe i tylko w przypadku wykazania, że faktycznie występują dodatkowe ryzyka. Według KIGEiT utrzymanie niezasadnej premii za ryzyko NGA negatywnie wpływa na wysokość cen hurtowych dostępu do infrastruktury OPL, uniemożliwiając OA stworzenie konkurencyjnych ofert detalicznych.

Jak zostało wskazane w Zaskarżonej Decyzji, zgodnie z obowiązującym Zaleceniem NGA, szacując premię za ryzyko NGA dla infrastruktury światłowodowej należy wziąć pod uwagę ryzyka makroekonomiczne i ogólnogospodarcze. Zalecenie NGA jako nadal aktualny dokument KE, określa/rekomenduje zastosowanie dodatkowej premii za ryzyko NGA w przypadku wyznaczania wskaźnika WACC dla sieci FTTH. Argumenty, które przemawiają za zwiększonym ryzykiem inwestycyjnym są następujące:

- ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego na skutek wystąpienia niekorzystnych czynników wewnętrznych i zewnętrznych, przejawia się zarówno w prognozach gospodarczych<sup>43</sup>, jak i w podejściu do konsumpcji gospodarstw domowych oraz poziomu inwestycji wpływających na bieżący i przyszły poziom Produktu Krajowego Brutto (PKB);
- nastroje konsumentów oraz utrzymywanie się silnej presji inflacyjnej w kolejnych latach – mogą przełożyć się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, w tym także wydatków przeznaczonych na usługi telekomunikacyjne oraz zakup sprzętu elektronicznego;
- spadek rentowności branży telekomunikacyjnej w efekcie rosnącej presji inflacyjnej – ogólny wzrost cen na rynku i spadek siły nabywczej pieniądza może wpłynąć na ograniczenie wydatków na usługi telekomunikacyjne;
- nasilenie się niekorzystnych zjawisk na rynku pracy, wzrost kosztów pracy pracowników technicznych powoduje wzrost opłat na poziomie hurtowym i detalicznym, co w powiązaniu z presją inflacyjną może wpłynąć na ograniczenie wydatków na usługi telekomunikacyjne.

Odnosząc się do stwierdzenia KIGEiT ze Stanowiska konsultacyjnego KIGEiT, iż: wszystkie powyższe zmiany ogólnogospodarcze oznaczają tylko tyle, że zmieniła się ogólna sytuacja ekonomiczna nie tylko na rynku telekomunikacyjnym, ale i globalnie, trudności dotyczą całego rynku w takim samym stopniu, więc brak jest podstaw do uznania, że OPL znajduje się w szczególnie trudnej sytuacji w porównaniu z resztą rynku i zasługuje na dodatkową premię, Prezes UKE wskazuje, że nigdy nie stwierdził, iż powyższe dotyka jedynie OPL, nie oceniał także ryzyka wszystkich podmiotów działających na rynku, nie było to bowiem przedmiotem postępowania w sprawie określenia wskaźnika WACC.

W niniejszym postępowaniu istotne jest to, iż Prezes UKE określa wskaźnik WACC tylko dla OPL w związku z faktem, że OPL jest operatorem wyznaczonym na Rynku 3a i Rynku 3b

---

<sup>43</sup> <https://www.gov.pl/web/finanse/budzet-na-2023-rok-czeka-juz-tylko-na-podpis-prezydenta>, dostęp 8.02.2023 r.

i ciążą na tym operatorze obowiązki kalkulacji kosztów uzasadnionych z art. 39 Pt. Na OPL ciąży także obowiązek prowadzenia oferty ramowej, a także obowiązek dostępu telekomunikacyjnego na Rynku 3a i Rynku 3b zarówno do usług realizowanych na infrastrukturze światłowodowej jak i na infrastrukturze miedzianej. Prezes UKE wskazuje, iż określanie wskaźnika WACC dla OPL przewiduje art. 53 ust. 1 Pt. Działania te mają charakter regulacyjny, w przeciwnej sytuacji OPL decydowałaby o wysokości WACC.

Ponadto, określając wskaźnik WACC FTTH, Prezes UKE zobowiązany jest ocenić sytuację OPL w świetle ryzyk i przesłanek wynikających z Zalecenia NGA. Zatem w odniesieniu do ww. argumentacji KIGEiT należy wskazać, iż OPL znajduje się nie tyle w szczególnie trudnej sytuacji w porównaniu z resztą rynku, ale raczej, że w świetle zachodzących zmian makroekonomicznych sytuacja całego rynku jest trudna, jak sytuacja OPL. Jednak to w przypadku OPL, jako operatora regulowanego, działającego w odmiennych okolicznościach faktycznych i prawnych, Prezes UKE ocenia sytuację OPL w świetle realizowanych przez OPL obowiązków i wytycznych KE z Zalecenia NGA.

Biorąc pod uwagę ww. okoliczności faktyczne i prawne działalności OPL, zdaniem Prezesa UKE za pozbawione podstaw należy uznać twierdzenia KIGEiT.

Odnosząc się do stwierdzenia KIGEiT, iż każdy podmiot na rynku ponosi ryzyko prowadzenia działalności, Prezes UKE wyjaśnia, iż OPL jest regulowanym podmiotem i ma obowiązek stosowania poziomu WACC określanego przez Prezesa UKE na konkretnych rynkach właściwych (Rynek 3a i Rynek 3b), inne podmioty na Rynku 3a i Rynku 3b takich obowiązków nie mają, stąd Prezes UKE w kontekście kalkulacji WACC, ocenia jedynie sytuację OPL, a nie sytuację innych podmiotów, biorąc pod uwagę ww. ryzyka inwestycyjne. W Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE nie analizował, ani nie wypowiadał się na temat ryzyk inwestycyjnych innych podmiotów na rynku, gdyż analizy takie i oceny nie były przedmiotem niniejszego postępowania.

Odnosząc się do stwierdzenia KIGEiT ze stanowiska konsultacyjnego KIGEiT, iż kwestia inflacji czy innych czynników makroekonomicznych nie dotyczy wyłącznie FTTH, ale całej działalności, niezależnie od technologii czy profilu działalności, dlatego, zdaniem KIGEiT argument o zasadności dodatkowej premii za ryzyko inwestowania w FTTH ze względu na sytuację makroekonomiczną jest niezasadny, Prezes UKE wyjaśnia, iż kalkulując wskaźnik WACC FTTH tylko dla OPL, realizuje przesłanki wynikające z Zalecenia NGA. Prezes UKE ocenił ryzyko inwestycyjne biorąc m.in. pod uwagę niepewność makroekonomiczną, która ma miejsce. Prezes UKE nie twierdzi, iż ryzyko to nie dotyka innych podmiotów, jednak wskaźnik WACC FTTH wyznaczany jest tylko dla OPL.

Mając, na uwadze powyższe twierdzenia KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

Poza ryzykami ogólnogospodarczymi występują także ryzyka specyficzne dotyczące OPL, dotyczące inwestycji w infrastrukturę światłowodową. Są to:

- ryzyko zmniejszenia w bliskim terminie napływu środków unijnych na realizację inwestycji infrastrukturalnych, co wpływa na konieczność korzystania ze źródeł finansowania charakteryzujących się wyższym kosztem kapitału. Brak napływu środków w terminie ogranicza stabilność OPL w zakresie planowania inwestycji;
- ryzyko wahań kursów walut – osłabienie polskiej waluty powoduje, iż spada siła nabywcza OPL. Sprzęt nabywany jest głównie od zagranicznych kontrahentów, zatem spadek siły nabywczej OPL może wpłynąć na ograniczenie inwestycji w nowoczesne technologie;
- ryzyko wzrostu kosztów pracy i wynagrodzeń – biorąc pod uwagę ogólny wzrost kosztów wynagrodzeń w obszarze nowych technologii i IT, które rosną ponadprzeciętnie, przy

jednoczesnym spadku marży EBITDA<sup>44</sup> istnieje ryzyko obniżenia zdolności kredytowej OPL i ograniczenia wydatków inwestycyjnych;

- ryzyka wynikające z konsolidacji i przejść na rynku telekomunikacyjnym – inwestycje w infrastrukturę światłowodową OPL są obciążone ryzykiem, gdyż inni operatorzy inwestują również w infrastrukturę światłowodową i wykorzystują przewagę wynikającą z konsolidacji. Konsolidacje operatorów komórkowych i kablowych na rynku telekomunikacyjnym, czyli innych silnych grup operatorów, zapewnienie przez nich pełnego łańcucha wartości, stanowi zagrożenie odpływu abonentów z OPL do konkurencji;

- zmiana strategii OPL – wejście na ścieżkę strategii określanej jako strategia „grow”<sup>45</sup> spowoduje zmiany w strukturze przychodów i bilansu OPL. Realizacja tej strategii też nie jest pozbawiona ryzyka, OPL zaplanował średniookresową prognozę finansową na lata 2021-2024<sup>46</sup>:

- Wzrost przychodów – niski jednocyfrowy (CAGR<sup>47</sup> - 2022 r. +4,2%).
- Wzrost EBITDAaL<sup>48</sup> – niski-średni jednocyfrowy (CAGR - 2022 r. +4,9%).
- Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) 1,7 mld zł (średni roczny poziom - 2021-2022 1,73 mld).
- ROCE<sup>49</sup> – wzrost 3-4x (z poziomu 1,6% w 2020 r., w 2022 r. 6,5%, wzrost 4x).
- Dywidenda – powrót do dywidendy począwszy od wyników za 2021 r. (płatnej w 2022 r.).
- Poziom bazowy 0,35 zł na akcję.
- Dług netto / EBITDAaL – Przedział 1,7-2,2x w długim okresie – 1,3x na koniec 2022 r.

Tak skonstruowane założenia strategiczne wymagają dyscypliny kosztowej oraz optymalizacji struktury zadłużenia długoterminowego.

W Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT i w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile, KIGEiT i T-Mobile wskazały, że w świetle dostępnych publicznie informacji trudno uznać, iż występuje ryzyko zmniejszenia w bliskim terminie napływu środków unijnych na realizację inwestycji infrastrukturalnych. Wręcz przeciwnie: planowane jest przeznaczenie niemalże 2 mld EUR z funduszy UE na bezzwrotne dotacje na realizację projektów szerokopasmowych.

Odnoszą się do powyższego, Prezes UKE wyjaśnia, iż termin ryzyko oznacza prawdopodobieństwo wystąpienia szkodliwego zdarzenia czy też możliwych strat i zależy od licznych specyficznych czynników charakteryzujących daną sytuację. Biorąc pod uwagę, przesłanki Zalecenia NGA, wedle którego ustalając wskaźnik WACC, Prezes UKE jako organ regulacyjny miał poddać ocenie ryzyka specyficzne dotyczące OPL, dotyczące inwestycji w infrastrukturę światłowodową, wziął także pod uwagę to ww. ryzyko. Sama KIGEiT użyła określenia „planowane”, a prawdopodobieństwo niepowodzenia, na etapie planów jednak

---

<sup>44</sup> (ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. amortization) oraz amortyzacji rzeczowych aktywów trwałych (ang. depreciation).

<sup>45</sup> Strategia średnioterminowa Orange Polska S.A. zaprezentowana w lutym 2023 r.

<sup>46</sup> Skonsolidowany raport półroczny PSr 2023, [www.orange-ir.pl](http://www.orange-ir.pl).

<sup>47</sup> Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (ang. Compound Annual Growth Rate). Jest to miara, która odzwierciedla średni roczny przyrost określonej wartości, na przestrzeni danego okresu.

<sup>48</sup> Miernik zyskowności w OPL jest EBITDAaL (EBITDA after Leases), jest to efekt wprowadzenia MSSF16.

<sup>49</sup> ROCE (*return on capital employed*) to wskaźnik finansowy, który przedstawia stopę zwrotu z kapitału stałego. Jest to miara rentowności, która odzwierciedla efektywność, z jaką wykorzystywane są długoterminowe kapitały przedsiębiorstwa.



istnieje. Zatem, Prezes UKE uwzględnił wszystkie możliwe ryzyka, których skutki nie muszą, ale mogą się ziścić w przyszłości.

Podobnie sytuacja przedstawia się w przypadku ryzyka wahań kursów walut czy ryzyk wynikających z konsolidacji i przejść na rynku telekomunikacyjnym.

Kształtowanie się ww. wskaźników zgodnie z planowaną strategią OPL, może ograniczyć wydatki na inwestycje w infrastrukturę światłowodową; OPL rozpoznaje następujące rodzaje ryzyka:

- ryzyko wynikające z postępu technologicznego w branży telekomunikacyjnej powoduje, iż pojawiają się alternatywne technologie względem FTTH GPON, w które OPL powinna zainwestować, aby sprostać oczekiwaniom rynku np. obecnie technologia 5G;
- ryzyko zmiany stóp procentowych i utrzymywanie się ich wysokiego poziomu powoduje, iż OPL realizując plany inwestycyjne dotyczące alternatywnych technologii tu: 5G, poniesie wyższe koszty finansowe co oznacza wzrost zobowiązań finansowych. Okoliczności te stanowią ryzyko ograniczenia inwestycji w technologię FTTH GPON. Dotychczasowa polityka stóp procentowych przy wysokiej inflacji doprowadziła do tego, że utrzymują się wysokie koszty kredytu wskutek decyzji RPP. Biorąc pod uwagę wysokość zadłużenia oprocentowanego na poziomie ponad 5 miliardów złotych, wzrost stopy procentowej o 1% powoduje wzrost kosztów finansowych o 50 milionów złotych rocznie.

W Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT, KIGEiT wskazała, iż nie sposób zgodzić się z wnioskami Prezesa UKE w kwestii ryzyka wynikającego z postępu technologicznego. Technologia światłowodowa jest obecnie traktowana jako kluczowa technologia o bardzo dużym potencjale przyszłościowym. Obecnie wszystkie inwestycje realizowane przez OPL w stacjonarnej sieci telekomunikacyjnej dotyczą budowy bądź rozbudowy sieci światłowodowej. Inwestycje w sieci miedziane stanowią margines inwestycji ogółem. Znaczna część inwestycji realizowanych przez OPL dotyczy także projektów współfinansowanych z POPC, co oznacza, że ponoszone przez OPL ryzyko inwestycyjne, jest w znacznej mierze kompensowane przez dotacje publiczne.

Biorąc pod uwagę, przesłanki Zalecenia NGA, wedle którego ustalając wskaźnik WACC, Prezes UKE miał poddać ocenie ryzyka specyficzne dotyczące OPL, dotyczące inwestycji w infrastrukturę światłowodową, Prezes UKE wziął także pod uwagę to ww. ryzyko. Sama KIGEiT użyła określenia „potencjał przyszłościowy”. Zatem Prezes UKE wskazuje, że uwzględnił wszystkie możliwe ryzyka, których skutki nie muszą, ale mogą się ziścić w przyszłości. Prezes UKE zgadza się ze stwierdzeniem KIGEiT, iż inwestycje w sieci miedziane stanowią margines inwestycji ogółem. Prezes UKE wskazuje, iż technologia miedziana to technologia schyłkowa o mniejszych możliwościach technicznych i trudno spodziewać się tu nakładów porównywalnych do tych w infrastrukturę światłowodową. Jak Prezes UKE wskazał, w Zaskarżonej Decyzji i w projekcie niniejszej decyzji pojawiają się alternatywne technologie względem FTTH GPON, w które OPL jako operator regulowany powinna zainwestować, aby sprostać oczekiwaniom rynku np. obecnie technologia 5G.

Zdaniem, KIGEiT wyrażonym w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT jeśli chodzi o konkurencję ze strony 5G, to należy wskazać, iż sieci światłowodowe i sieci 5G są ze sobą ściśle związane i należy spodziewać się raczej pozytywnego związku między inwestycjami w oba rodzaje sieci. KIGEiT wskazała, iż w raporcie OPL stwierdza: „Sieć 5G nie będzie skutecznie funkcjonować bez światłowodów. Ponieważ będzie wykorzystywać większą liczbę stacji bazowych i urządzeń radiowych, jej szkielet będzie w jeszcze większym stopniu oparty na kablu niż w przypadku sieci 4G.” Prezes UKE wskazuje, iż także ta argumentacja KIGEiT,

zawiera w sobie pierwiastek niepewności, co do faktycznego zastosowania sieci 5G, świadczą o tym stwierdzenia „należy spodziewać się pozytywnego związku”, a zatem istnieje prawdopodobieństwo, iż sieć 5G może mieć zastosowanie inne od jedynie zakładanego.

Odnosząc się z kolei do kwestii inwestycji współfinansowanych z środków UE, Zalecenie NGA nie przewiduje kompensowania ryzyka inwestycji współfinansowanych z środków UE w aspekcie Rynku 3a i Rynku 3b i wyznaczania WACC w odniesieniu do ww. inwestycji. W ocenie Prezesa UKE nie jest to zatem temat związany z przedmiotem niniejszego postępowania.

Mając na uwadze powyższe, twierdzenia KIGEiT ze Stanowiska konsultacyjnego KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

Podsumowując, powyższe ryzyka makroekonomiczne (oraz ryzyka specyficzne dla OPL) mają wpływ na decyzje inwestycyjne w obszarze infrastruktury światłowodowej.

Utrzymująca się wysoka inflacja, wahania kursów walut, utrzymujące się wysokie stopy procentowe, koszty wybudowania infrastruktury oraz zmiany technologiczne w ostatecznym rozrachunku mają istotny wpływ na ograniczenie wydatków na inwestycje w infrastrukturę światłowodową. W ostatnim czasie UE boryka się z utrzymującą się wysoką inflacją, napędzaną w szczególności przez wysokie ceny energii, ograniczenia i przerwy w łańcuchach dostaw, trudną sytuacją geopolityczną. Istotnym elementem niepewności jest także ograniczenie wydatków konsumentów na usługi telekomunikacyjne. Niepewność co do tego, czy nakłady inwestycyjne zostaną odzyskane nie stanowi zachęty do inwestycji w infrastrukturę światłowodową.

W ocenie Prezesa UKE ryzyka te powinny zostać złagodzone poprzez uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko NGA w zakresie budowy infrastruktury światłowodowej, wyznaczonej na podstawie aktualnych i obiektywnych danych.

Analizując ponownie całość materiału dowodowego zebranego w sprawie, Prezes UKE podtrzymuje argumentację zawartą w treści Zaskarżonej Decyzji w zakresie konieczności ustalenia premii za ryzyko NGA. Zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt, Prezes UKE, określając wskaźnik WACC obowiązany jest uwzględnić typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Należy podkreślić, że miedziana infrastruktura telekomunikacyjna już istnieje, nie jest przedmiotem nowych inwestycji, a w konsekwencji świadczenie usług z jej wykorzystaniem nie jest obciążone takim ryzykiem jak usługi realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej.

Zatem czynnik wpływający na wysokość wskaźnika WACC, jakim jest premia za ryzyko NGA dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, będzie miał zastosowanie do usług realizowanych przy zastosowaniu infrastruktury światłowodowej.

Od wybuchu pandemii COVID-19 nastąpił znaczny wzrost ruchu sieciowego, co związane jest z zapotrzebowaniem na większe przepustowości. Należy się częściowo zgodzić z KIGEiT, iż nastąpił wzrost zapotrzebowania na usługi świadczone przy wykorzystaniu sieci światłowodowych. Niemniej jednak wzrosły również ryzyka wynikające ze wzrostu kosztów pracy na infrastrukturze technicznej oraz z opóźnień ze strony firm wykonawczych. Biorąc pod uwagę przedstawione powyżej rozważania, nie można zgodzić się z zarzutem KIGEiT, iż Prezes UKE nie przeprowadził analizy ryzyk wymienionych w Zaskarżonej Decyzji (str. 30-34) i powtórzonych w treści uzasadnienia niniejszej Decyzji. Zarzuty KIGEiT, iż Prezes UKE naruszył prawo materialne, które miało wpływ na wynik sprawy, tj. art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 kpa poprzez ustalenie wartości wskaźnika WACC w nieprawidłowej wysokości, nie zasługują na uwzględnienie, a także zarzut naruszenia art. 7, art. 8 i art. 9 kpa oraz art.

77 § 1 kpa przez brak wszechstronnej oceny i analizy oraz brak wyczerpującego wyjaśnienia przyjętego przez Prezesa UKE rozstrzygnięcia, w szczególności wyjaśnienia zasadności przyjęcia poszczególnych paramentów wykorzystywanych do kalkulacji WACC dla OPL jest bezzasadny, bowiem Prezes UKE szczegółowo wyjaśnił zasadność przyjęcia poszczególnych parametrów.

Po ponownej analizie sprawy Prezes UKE stwierdza, iż zidentyfikowane i zaprezentowane w Zaskarżonej Decyzji oraz w niniejszej decyzji ryzyka powinny zostać złagodzone poprzez uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko NGA w zakresie budowy infrastruktury światłowodowej.

### **7.5 Premia za ryzyko NGA – Wniosek OPL**

We Wniosku OPL oraz Stanowisku konsultacyjnym OPL, OPL zarzuciła Zaskarżonej Decyzji, że wskaźnik WACC FTTH został wyznaczony bez uwzględnienia w premii za ryzyko NGA znaczących zmian w otoczeniu makroekonomicznym, w tym w szczególności wzrostu ryzyka specyficznego dla Polski.

Mając na uwadze stwierdzenie OPL, Prezes UKE wskazuje, iż wyliczenie wskaźnika WACC ustalane jest na podstawie konkretnych regulacji unijnych i nie ma możliwości pominięcia metodyki z Zawiadomienia KE, danych z Raportu BEREC IV oraz zastosowania innych danych. Tym samym zarzuty podniesione we Wniosku OPL o tym, że dane z bardzo długich okresów wykorzystywane w procesie wyliczania wskaźnika WACC prowadzą do niewłaściwego, zbyt odległego od dzisiejszych realiów wyniku, nie zasługują na uwzględnienie.

We Wniosku OPL, OPL wskazała, iż otrzymała w dniu 19 grudnia 2022 r. zawiadomienie od Fiberhost o zatwierdzeniu przez Prezesa UKE zmiany „Oferty ramowej - dostęp telekomunikacyjny do sieci szerokopasmowej wykonanej z wykorzystaniem środków przyznanych w ramach Działania 1.1 POPC drugi, trzeci i czwarty konkurs polegającej na podwyższeniu opłat hurtowych pobieranych przez Fiberhost z tytułu świadczenia usług BSA i LLU. Zdaniem OPL, przy jednoczesnym obniżeniu wskaźnika WACC FTTH Prezes UKE zapoczątkował na rynku polskim proces podwyżki cen poprzez akceptację zmiany oferty hurtowej jednego z większych beneficjentów POPC. Ponadto we Wniosku OPL, OPL wskazała, iż wysokość wskaźnika WACC ma bezpośredni wpływ na wysokość opłat. Według OPL niedopuszczalne jest akceptowanie przez Prezesa UKE podwyżki dla opłat w ofercie ramowej stosowanych przez beneficjenta pomocy publicznej, a jednocześnie zmuszanie OPL do świadczenia tych samych usług po zaniżonych cenach. Ponownie, powyższe stwierdzenia padły w Stanowisku konsultacyjnym OPL.

Kolejnym zarzutem OPL jest twierdzenie, że z jednej strony urzędy i środowisko telekomunikacyjne zauważają wzrost kosztów realizacji inwestycji telekomunikacyjnych spowodowanych wzrostem poziomu inflacji, a jednocześnie z drugiej strony Prezes UKE tylko dla OPL obniża wskaźnik WACC będący odzwierciedleniem tych kosztów.

OPL we Wniosku OPL, a także w Stanowisku konsultacyjnym OPL podsumowała, iż premia za ryzyko NGA uwzględniająca zmianę czynników makroekonomicznych specyficznych dla rynku polskiego przywróci przewidywalność otoczenia regulacyjnego. Będzie wyraźnym sygnałem dla potencjalnych inwestorów i kredytodawców, że dotychczasowe inwestycje w sieć FTTH nie są wystarczające oraz umożliwi uzyskanie godziwego zwrotu z poczynionych dotąd inwestycji.

Mając na uwadze powyższe Prezes UKE wskazuje, iż wskaźnik WACC odnosi się do usług regulowanych na Rynku 3a i Rynku 3b, natomiast Fiberhost jest operatorem, którego oferta podlega ocenie Prezesa UKE na podstawie innych przepisów prawa w porównaniu

do przepisów stosowanych w przypadku wskaźnika WACC. Należy podkreślić, iż wyznaczenie wskaźnika WACC, jaki posłuży do kalkulacji kosztów operatorowi SMP<sup>50</sup> na rynkach regulowanych tj. na Rynku 3a i Rynku 3b jest nieporównywalne z zatwierdzeniem zmiany oferty nieregulowanego beneficjenta POPC. Twierdzenie, że Prezes UKE z jednej strony obniżył wskaźnik WACC FTTH dla OPL, a z drugiej strony zapoczątkował na polskim rynku proces podwyżki cen poprzez akceptację zmiany oferty hurtowej jednego z większych beneficjentów w POPC nie jest zgodne ze stanem faktycznym i nie zasługuje na uwzględnienie. Niniejsze postępowanie dotyczy określania wskaźnika WACC na podstawie art. 53 ust. 1 Pt. Akceptacja oferty beneficjenta POPC jest procesem nieporównywalnym i odrębnym w porównaniu do procesu wyznaczania wskaźnika WACC dla operatora regulowanego jakim jest OPL. W niniejszym postępowaniu Prezes UKE wyznacza wskaźnik WACC na podstawie konkretnej metodyki wskazanej przez KE.

W Stanowisku konsultacyjnym OPL, OPL zwróciła uwagę, iż w postępowaniu konsolidacyjnym projektu decyzji, regulator hiszpański (CNMC<sup>51</sup>) ustalił WACC dla istniejącej infrastruktury na 2022 r. z uwzględnieniem presji inflacyjnej, pomimo braku takich zaleceń w Zawiadomieniu KE oraz Raporcie BEREC III. Odnosząc się do powyższego Prezes UKE zwraca uwagę, iż wskaźnik WACC określany dla OPL stanowi jeden z elementów metodyki kalkulacji długookresowych kosztów przyrostowych, stosowanej przez OPL. Kalkulacja kosztów przeprowadzana jest w koszcie bieżącym wg tzw. koncepcji zachowania kapitału finansowego (FCM<sup>52</sup>). Według koncepcji FCM wynik bieżący jest osiągany poprzez korektę wyniku historycznego o efekt zmian wartości aktywów i pasywów oraz o efekt zmiany (spadku) siły nabywczej kapitału zaangażowanego OPL wynikający z inflacji. Zastosowanie koncepcji FCM oznacza, iż efekt inflacji jest już uwzględniany w kalkulacji kosztów, której składnikiem jest także wskaźnik WACC.

Odnosząc się do twierdzenia OPL, że w Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE obniżył wskaźnik WACC, należy wskazać, iż w Zaskarżonej Decyzji wskaźnik WACC został określony przy zastosowaniu najbardziej aktualnych danych zawartych w obowiązującym wówczas Raporcie BEREC III. Z powyższego wynika, że Prezes UKE działał w ramach i na podstawie obowiązujących dokumentów unijnych, Zawiadomienia KE oraz Raportu BEREC III.

Wspomniane przez OPL ryzyka makroekonomiczne, także zostały uwzględnione przez Prezesa UKE poprzez zastosowanie dodatkowej premii za ryzyko NGA, co znalazło odzwierciedlenie w wysokości WACC dla infrastruktury światłowodowej. Zostało to również wielokrotnie podkreślone w Zaskarżonej Decyzji.

Mając na uwadze przedstawioną powyżej argumentację, Prezes UKE wyjaśnia, iż podejście w zakresie uwzględnienia dodatkowej premii za ryzyko NGA oraz określenie WACC FTTH dla OPL według rozstrzygnięcia przedstawionego w Zaskarżonej Decyzji, kontynuowane w niniejszej decyzji należy uznać za poprawne i uzasadnione w świetle otoczenia makroekonomicznego, w którym działa OPL.

Jednocześnie, odnosząc się do samej wysokości premii za ryzyko NGA w trakcie ponownej analizy sprawy zakończonej Zaskarżoną Decyzją, z uwagi na zmianę stanu faktycznego, wymagała ona rekalkulacji, co, jak już wyjaśniono szczegółowo powyżej, w konsekwencji doprowadziło do konieczności uchylecia w całości Zaskarżonej Decyzji, w tym w zakresie pkt I.1., dotyczącego określenia dla OPL wskaźnika WACC, mającego zastosowanie w kalkulacji kosztów w odniesieniu do usług realizowanych przez OPL na Rynku 3a i Rynku 3b w oparciu

<sup>50</sup> ang. Significant Market Power.

<sup>51</sup> ang. National Authority for Markets and Competition.

<sup>52</sup> ang. Financial Capital Maintenance.

o infrastrukturę światłowodową, i orzeczenia w tym zakresie co do istoty sprawy poprzez zmianę tego wskaźnika.

Jak zostało wyjaśnione wyżej w uzasadnieniu niniejszej decyzji, w Zaskarżonej Decyzji premia za ryzyko NGA została wyznaczona w oparciu o dane z 5 krajów stosujących taką premię. Prezes UKE wyznaczył premię za ryzyko NGA dla OPL jako średnią arytmetyczną wartości premii za ryzyko NGA, aktualnych na dzień 6 września 2022 r.

Ponownie rozpatrując, na skutek Wniosku KIGEiT i Wniosku OPL, niniejszą sprawę oraz podejmując rozstrzygnięcie w niniejszej decyzji, Prezes UKE postanowił kontynuować podejście do wyznaczania premii za ryzyko NGA. Zmieniła się natomiast wartość ww. premii z uwagi na fakt, iż zmianie uległa wysokość premii za ryzyko NGA stosowanej w Czechach, Chorwacji oraz we Włoszech. Obecnie obowiązuje także Raport BEREC IV z nową wysokością parametrów służących kalkulacji WACC dla infrastruktury miedzianej. Fakty te Prezes UKE zobowiązany był wziąć pod uwagę ponownie rozstrzygając w sprawie z Wniosku KIGEiT i z Wniosku OPL w zakresie określenia wskaźnika WACC mającego zastosowanie w kalkulacji kosztów w odniesieniu do usług realizowanych przez OPL na Rynku 3a i Rynku 3b w oparciu o infrastrukturę telekomunikacyjną światłowodową.

W efekcie Prezes UKE zmienił rozstrzygnięcie (uchylenie m.in. pkt I.1 sentencji Zaskarżonej Decyzji oraz orzeczenie w tym zakresie co do istoty sprawy), uwzględniając w tym zakresie zmianę wysokości premii za ryzyko NGA. Na skutek ponownego rozpatrzenia sprawy, Prezes UKE uwzględnił bowiem aktualnie obowiązujące wartości premii za ryzyko NGA, stosowane w 5 krajach UE. Prezes UKE wyznaczył premię za ryzyko NGA, wykorzystując średnią arytmetyczną wartości premii za ryzyko NGA w infrastrukturę światłowodową, na podstawie wartości tych parametrów aktualnych na dzień 1 września 2023 r. W grupie, która posłużyła do wyznaczenia premii za ryzyko NGA znalazło się 5 krajów UE. Podkreślenia wymaga, iż Prezes UKE skierował pytania do NRA w 26 państwach UE, w zakresie stosowania premii za ryzyko NGA służącej wyznaczaniu WACC dla światłowodowej infrastruktury telekomunikacyjnej. Z udzielonych odpowiedzi wynika, iż 5 NRA stosuje premię za ryzyko NGA. Z uwagi na powyższe Prezes UKE, kontynuując podejście co do zastosowania premii za ryzyko NGA, uwzględnił średnią arytmetyczną z 5 krajów, które taką premię stosują.

Tabela 8. Kraje stosujące premię za ryzyko NGA (dane aktualne na dzień 1 września 2023 r.).

<b>Kraj</b>	<b>Wysokość premii za ryzyko NGA</b>
<b>Włochy</b>	1,92%
<b>Belgia</b>	1,59%
<b>Chorwacja</b>	1,55%
<b>Czechy</b>	0,97%
<b>Słowenia</b>	1,50%
<b>Średnia arytmetyczna</b>	<b>1,51%</b>

Źródło: Odpowiedzi NRA na pytania przekazane w kwestionariuszu UKE.

Podsumowując, z grupy NRA, do których Prezes UKE skierował pytania, według stanu na dzień 1 września 2023 r., 5 państw stosuje premię za ryzyko NGA. W związku tym Prezes UKE, szacując premię za ryzyko NGA w niniejszej decyzji uwzględnił te państwa, które taką premię stosują do wyliczenia średniej arytmetycznej, co dało finalnie wynik 1,51%.

Ponadto, Prezes UKE zwraca uwagę, iż Zawiadomieniu KE przyświecał cel, jakim jest ujednoczenie i zharmonizowanie podejścia do metodyki kalkulacji WACC w ramach krajów UE, zaś wyznaczenie premii za ryzyko NGA na podstawie statystyk pochodzących z państw, działających na wspólnym rynku unijnym, spełnia przesłanki wynikające z Zawiadomienia KE.

Jednocześnie Prezes UKE podkreśla, że zarówno zmiana wysokości premii za ryzyko NGA, jak i w konsekwencji zmiana wysokości wskaźnika WACC FTTH z 8,46% tj. wysokości określonej w Zaskarżonej Decyzji do 8,29% jako wysokości określonej niniejszą decyzją, nie wynika z nieprawidłowości rozstrzygnięcia podjętego w Zaskarżonej Decyzji, lecz ze zmiany okoliczności faktycznych, które Prezes UKE zobowiązany był wziąć pod uwagę na dzień wydania niniejszej decyzji, ponownie rozstrzygając w sprawie. Zmianie uległa bowiem zarówno wysokość WACC dla infrastruktury miedzianej (został wydany Raport BEREC IV), jak i wysokość premii za ryzyko NGA, która była stosowana przez Prezesa UKE do wyznaczenia WACC FTTH w Zaskarżonej Decyzji.

OPL w Stanowisku konsultacyjnym OPL podkreśliła, iż Zalecenie NGA zostanie w pełni zastąpione opublikowanym przez KE projektem Zalecenia z dnia 23 lutego 2023 r. w sprawie sieci gigabitowej, które spowoduje „m. in. zwiększenie pewności prawnej i przewidywalności regulacyjnej w perspektywie długoterminowych inwestycji w sieci o bardzo dużej przepustowości”.

Prezes UKE zwraca uwagę, że dokument, na który powołuje się OPL, jest na etapie projektu i na chwilę obecną nie ma zastosowania do niniejszej decyzji. Prezes UKE wydając niniejszą decyzję wziął pod uwagę aktualnie obowiązujące Zawiadomienie KE oraz Zalecenie NGA.

Podsumowując, ponownie rozstrzygając w sprawie zakończonej Zaskarżoną Decyzją Prezes UKE stwierdza, iż ryzyka makroekonomiczne (oraz ryzyka specyficzne dla OPL) szczegółowo opisane w Zaskarżonej Decyzji oraz w niniejszej decyzji mają wpływ na decyzje inwestycyjne w obszarze infrastruktury światłowodowej.

Wzrost inflacji, kursów walut, stóp procentowych, kosztów wybudowania infrastruktury, zmiany technologiczne w ostatecznym rozrachunku mogą wpłynąć na ograniczenie wydatków na inwestycje w infrastrukturę światłowodową. Istotnym elementem niepewności jest także ograniczenie wydatków konsumentów na usługi telekomunikacyjne. Niepewność co do tego, czy nakłady inwestycyjne zostaną odzyskane nie zachęca operatora do inwestycji w infrastrukturę światłowodową. Prezes UKE, chcąc przeciwdziałać wszystkim opisanym powyżej negatywnym skutkom oraz utrzymać dalszy wzrost inwestycji w infrastrukturę światłowodową, nadal stosuje dodatkową premię za ryzyko.

Mając na uwadze powyższe, Prezes UKE ponownie podejmując rozstrzygnięcie, uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości, w tym w zakresie wysokości wskaźnika WACC FTTH w wysokości 8,46% w punkcie I.1 i w tym zakresie ponownie orzekł w sprawie określając wskaźnik WACC FTTH w wysokości 8,29%. Zaskarżona Decyzja została uchylona także w zakresie punktu I.2 tj. w zakresie wskaźnika WACC Cu w wysokości 6,62% i w tym zakresie orzeczono co do istoty sprawy, określając wskaźnika WACC Cu w wysokości 6,78%, co zostało omówione w poprzednich sekcjach niniejszej decyzji.

## **7.6 Brak określenia terminu obowiązywania WACC**

We Wniosku KIGEiT wskazano, że w Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE nie określił, w którym roku powyższy wskaźnik WACC powinien obowiązywać. Zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt Prezes UKE określa corocznie, w drodze decyzji, dla przedsiębiorcy telekomunikacyjnego, na którego nałożył obowiązek prowadzenia kalkulacji kosztów, wskaźnik zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału, który przedsiębiorca telekomunikacyjny stosuje w kalkulacji kosztów, uwzględniając udokumentowane koszty pozyskania kapitału, pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym, typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz koszty zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach. Przepis ten nie zawiera jakichkolwiek wytycznych co do określania, na który rok ma mieć zastosowanie

przedmiotowy wskaźnik. Podobnie § 19 Rozporządzenia Ministra Transportu i Budownictwa w sprawie prowadzenia przez przedsiębiorcę telekomunikacyjnego rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług z dnia 15 grudnia 2005 r. (Dz. U. 2005 r., nr 255 poz. 2140, ze zm.), także nie nakłada obowiązku wskazywania wprost w decyzji wydawanej na podstawie art. 53 ust. 1 Pt, roku, w którym ma obowiązywać wskaźnik WACC. Wskaźnik średniego ważonego kosztu kapitału określony jest przez Prezesa UKE dla OPL, zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt, corocznie i powinien być stosowany w odniesieniu do roku, na który kalkulowane są koszty usług. W związku z tym należy przyjmować do danej kalkulacji kosztów wskaźnik WACC wynikający z ostatniej decyzji Prezesa UKE określającej corocznie wskaźnik WACC dla OPL – w omawianej sprawie wskaźnik WACC w wysokości określonej w Zaskarżonej Decyzji, objętej rygiem natychmiastowej wykonalności, miał zastosowanie w wynikach kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2024, których badanie zakończyło się w dniu 24 sierpnia 2023 r.

Natomiast wskaźnik WACC wynikający z niniejszej decyzji, w której Prezes UKE ponownie rozstrzygnął w sprawie zakończonej Zaskarżoną Decyzją, w całości uchylając Zaskarżoną Decyzję i orzekając co do istoty sprawy w całości in merito, będzie miał zastosowanie w przyszłych wynikach kalkulacji kosztów, które zostaną sporządzone przez OPL na podstawie opisu kalkulacji kosztów, który zostanie zatwierdzony przez Prezesa UKE w postępowaniu administracyjnym w przedmiocie uzgodnienia, a następnie zatwierdzenia projektu instrukcji w zakresie prowadzonej przez OPL rachunkowości regulacyjnej i opisu kalkulacji kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego w zakresie usługi lokalnego dostępu w stałej lokalizacji (Rynek 3a) oraz usługi centralnego dostępu w stałej lokalizacji dla produktów rynku masowego (Rynek 3b).

Mając powyższe na uwadze, Prezes UKE wskazuje, że zarzuty KIGEiT oraz zarzuty OPL nie zasługują na uwzględnienie.

Podsumowując wskazane wyżej rozważania, po ponownym, wnikliwym, wszechstronnym i wyczerpującym rozpatrzeniu całej sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji, w tym po przeanalizowaniu zarzutów zgłoszonych przez KIGEiT we Wniosku KIGEiT, zarzutów zgłoszonych przez OPL we Wniosku OPL, zarzutów zgłoszonych przez KIGEiT w Stanowisku konsultacyjnym KIGEiT, zarzutów zgłoszonych przez OPL w Stanowisku konsultacyjnym OPL oraz zarzutów zgłoszonych przez T-Mobile w Stanowisku konsultacyjnym T-Mobile, Prezes UKE uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości dotyczącej pkt I.1. i I.2. sentencji Zaskarżonej Decyzji i w tym zakresie orzekł co do istoty sprawy w sposób określony w sentencji niniejszej decyzji.

Podkreślenia przy tym wymaga, że zmianie uległy okoliczności faktyczne sprawy. Został bowiem w toku niniejszego postępowania z Wniosku KIGEiT oraz Wniosku OPL opublikowany Raport BEREC IV, który zawiera nowe wartości parametrów składowych służących wyznaczaniu WACC, w odniesieniu do usług w zakresie w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą. Ponadto, zmianie uległa wysokość premii za ryzyko inwestycyjne służąca określeniu WACC FTTH. Prezes UKE zobowiązany był zatem uwzględnić i uwzględnić przy niniejszym rozstrzygnięciu powyższe zmiany, dokonując ponownej merytorycznej analizy niniejszej sprawy i ponownie rozstrzygając w niniejszej sprawie.

W konsekwencji po ponownym, wnikliwym, wszechstronnym i wyczerpującym rozpatrzeniu całej sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji, w tym po przeanalizowaniu zarzutów zgłoszonych przez KIGEiT we Wniosku KIGEiT oraz zarzutów zgłoszonych przez OPL we Wniosku OPL, a także w Stanowiskach konsultacyjnych OPL, KIGEiT i T-Mobile, Prezes

UKE uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości i rozstrzygnął w tym zakresie co do istoty sprawy jak w sentencji niniejszej decyzji.

### **POUCZENIE**

Od decyzji Stronie przysługuje skarga do WSA w Warszawie. Skargę należy wnieść w terminie 30 dni od dnia doręczenia niniejszej decyzji za pośrednictwem Prezesa UKE (art. 3 § 2 pkt 1, art. 13 § 1 i § 2, art. 50 § 1, art. 52 § 1, art. 53 § 1, art. 54 § 1 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (t.j.: Dz. U. z 2023 r., poz. 1634, dalej „Ppsa”).

Od skargi na niniejszą decyzję, wszczynającej postępowanie przed sądem administracyjnym pobiera się wpis stały w wysokości 200 zł, na podstawie § 2 ust. 1 pkt 2 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 18 marca 2021 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz. U. z 2021 r., poz. 535 ze zm.) w związku z art. 230 Ppsa.

Strona może ubiegać się o zwolnienie od kosztów sądowych albo przyznanie prawa pomocy stosownie do przepisów Działu V Rozdział 3 Ppsa.