



Warszawa, dnia 09 marca 2017 r.

**PREZES  
URZĘDU KOMUNIKACJI ELEKTRONICZNEJ**

*Marcin Cichy*

**Orange Polska S.A.**  
Al. Jerozolimskie 160  
02-326 Warszawa

**DECYZJA DHRT.WORK.609.12.2016.21**

Po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego wszczętego przez Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej (zwanego dalej „Prezesem UKE”) w dniu 23 września 2016 r., w przedmiocie określenia wskaźnika zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału (zwanego dalej „wskaźnikiem WACC<sup>1</sup>”) stosowanego przez Orange Polska S.A. z siedzibą w Warszawie (zwaną dalej „OPL”) w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. – Prawo telekomunikacyjne (tekst jednolity: Dz. U. z 2016 r., poz. 1489 ze zm., zwanej dalej „Pt”),

**I. na podstawie art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jednolity: Dz. U. z 2016 r., poz. 23, ze zm., zwanej dalej „kpa”) w związku z art. 206 ust. 1 Pt,**

**I.1. określám dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 9,38%,**

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2018 w odniesieniu do usług realizowanych na rynku świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego (zwanym dalej „Rynkiem 5”), w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę światłowodową sieci dostępowej, której w kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL odpowiadają następujące modelowe elementy sieci dostępowej:

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

**I.2. określám dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 8,13%,**

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

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2018 w odniesieniu do pozostałych usług realizowanych na Rynku 5, 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,

## **II. na podstawie art. 108 § 1 kpa niniejszej decyzji nadaję rygor natychmiastowej wykonalności.**

### **UZASADNIENIE**

W dniu 2 kwietnia 2008 r. Prezes UKE wydał decyzję nr DHRT-WKO-6042-4/08(5) ustalającą wskaźnik WACC dla Telekomunikacji Polskiej S.A. z siedzibą w Warszawie (obecnie OPL) na poziomie 10,13%<sup>2</sup>. Wskaźnik WACC w wysokości 10,13%, miał zastosowanie w kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL na podstawie art. 53 ust. 2 Pt w związku z obowiązkiem kalkulacji kosztów wynikającym: z decyzji Prezesa UKE z dnia 18 września 2006 r., sygn. DRTD-SMP-6043-7/06(25) dla krajowego rynku usługi zakańczania połączeń w stacjonarnej publicznej sieci telefonicznej, z decyzji Prezesa UKE z 29 maja 2007 r. sygn. DRTD-SMP-6043-6/06(16) dla krajowego rynku usług rozpoczynania połączeń w stacjonarnej publicznej sieci telefonicznej, z decyzji Prezesa UKE z dnia 14 lutego 2007 r. sygn. DRTD-SMP-6043-23/05(33) dla rynku świadczenia usługi dostępu szerokopasmowego, w tym usługi szerokopasmowej transmisji danych oraz z decyzji Prezesa UKE z dnia 26 czerwca 2007 r. sygn. DRTD-SMP-6043-8/06(31) dla rynku świadczenia usługi dostępu do lokalnej pętli i podpętli abonenckiej (łącznie z dostępem współdzielonym) realizowanego za pomocą pary przewodów metalowych w celu świadczenia usług szerokopasmowych i głosowych.

W dniu 20 września 2010 r. Komisja Europejska wydała Zalecenie Komisji 2010/572/UE w sprawie regulowanego dostępu do sieci dostępu nowej generacji<sup>3</sup> (zwane dalej „Zaleceniem NGA”).

W dniu 7 października 2014 r. Prezes UKE wydał decyzję nr DART-SMP-6040-1/14(121)<sup>4</sup> (zwaną dalej „Decyzją SMP 5 - 2014”), w której określił rynek właściwy jako rynek świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego na obszarze całego kraju, z wyłączeniem obszarów gminnych określonych w pkt 1 Załącznika nr 1 do przedmiotowej decyzji oraz wyznaczył OPL, jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na danym rynku. W Decyzji SMP 5 – 2014, w związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 5, na OPL zostały nałożone obowiązki regulacyjne, m.in. obowiązek prowadzenia rachunkowości regulacyjnej na podstawie art. 38 Pt oraz kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie art. 39 Pt.

Postanowieniem z dnia 7 października 2014 r., nr DART-SMP-6040-2/14(123)<sup>5</sup> Prezes UKE stwierdził, iż na rynku świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego na 76 obszarach gminnych nie występuje przedsiębiorca telekomunikacyjny o znaczącej pozycji rynkowej ani przedsiębiorcy telekomunikacyjni zajmujący kolektywną pozycję znaczącą.

---

<sup>2</sup> źródło: <http://www.uke.gov.pl/wskaznik-wacc-dla-tp-3273>.

<sup>3</sup> źródło: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:251:0035:0048:PL:PDF>.

<sup>4</sup> źródło: [http://www.uke.gov.pl/files/?id\\_plik=17605](http://www.uke.gov.pl/files/?id_plik=17605).

<sup>5</sup> źródło: [http://www.uke.gov.pl/files/?id\\_plik=17604](http://www.uke.gov.pl/files/?id_plik=17604).

W dniu 17 lutego 2016 r. Prezes UKE wydał decyzję nr DHRT.WORK.6091.1.2015.23 ustalającą wskaźnik WACC (zwaną dalej „Decyzją WACC”) dla Orange Polska S.A. na poziomach 9,61% oraz 8,36%<sup>6</sup>. Wskaźnik WACC w wysokości 9,61%, miał zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2017 w odniesieniu do usług realizowanych na rynku świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego (zwanym dalej „Rynkiem 5”), w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę światłowodową sieci dostępowej: „ONT”, „LPA – światłowodowa”, „Światłowodowa sieć dosyłowa”, „Przełącznice optyczne”, „OLT – Dostęp abonencki GPON”. Wskaźnik WACC w wysokości 8,36% miał zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2017 w odniesieniu do pozostałych usług realizowanych na Rynku 5, w tym w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą sieci dostępowej, której kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL nie odpowiadają modelowe elementy sieci wskazane powyżej.

Pismem z dnia 23 września 2016 r. Prezes UKE zawiadomił OPL, Krajową Izbę Gospodarczą Elektroniki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie, Polską Izbę Informatyki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie, Polską Izbę Komunikacji Elektronicznej z siedzibą w Warszawie oraz Krajową Izbę Komunikacji Ethernetowej z siedzibą w Warszawie o wszczęciu postępowania administracyjnego o sygn. DHRT.WORK.609.12.2016 w przedmiocie określenia wskaźnika WACC stosowanego przez OPL w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2018. Ponadto, Prezes UKE poinformował, iż zgodnie z art. 31 § 1 ust. 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. Prezes UKE zawiadomił także, iż zgodnie z art. 31 § 5 kpa organizacja społeczna, która nie uczestniczy w postępowaniu na prawach strony, może za zgodą organu administracji publicznej przedstawić organowi swój pogląd w sprawie, wyrażony w uchwale lub oświadczeniu jej organu statutowego.

Pismem z dnia 9 listopada 2016 r., nr TKRU/KL/45/11/16 (wpływ do Urzędu Komunikacji Elektronicznej w dniu 10 listopada 2016 r.) OPL przedstawiła stanowisko w sprawie (zwane dalej „Stanowiskiem OPL z dnia 9 listopada 2016 r.”) w przedmiocie określenia wskaźnika WACC, odnośnie części składowych dla jego wyliczenia. OPL wskazała, że rekomendowaną przez OPL metodą w zakresie ustalenia udziału kapitału własnego jest podejście, które zakłada podział całości pasywów bilansowych bez wykluczenia jakichkolwiek jego składowych. W tym podejściu kapitał własny składa się z bilansowego kapitału własnego OPL, a kapitał obcy z całości zobowiązań bilansowych. OPL wyjaśniła, iż udziały poszczególnych kapitałów określone są proporcjonalnie do ich wielkości. Podejście to jest w ocenie OPL w pełni transparentne, ponieważ pozwala na określenie wskaźników na podstawie sprawozdania finansowego, bez wnikania w ich wewnętrzny charakter. OPL wskazała, iż na podstawie poddanych audytowi danych bilansowych OPL za rok 2015 udział kapitału własnego określonego ww. metodą kształtuje się na poziomie 50,85%, a udział kapitału obcego na poziomie 49,15%<sup>7</sup>.

W zakresie wyznaczania stopy wolnej od ryzyka OPL wskazała, iż zgodnie z przyjmowaną przez OPL metodologią do kalkulacji stopy wolnej od ryzyka, najważniejszym punktem odniesienia jest średnia ważona rentowność 10 letnich obligacji

---

<sup>6</sup> źródło: [https://www.uke.gov.pl/files/?id\\_plik=22103](https://www.uke.gov.pl/files/?id_plik=22103).

<sup>7</sup> Na podstawie aktualnego Jednostkowego raportu rocznego OPL za rok obrotowy 2015, opublikowanego w dniu 15 lutego 2016 r. udział kapitału własnego kształtuje się na poziomie 50,85%, a udział kapitału obcego na poziomie 49,15%.

Skarbu Państwa. Na podstawie transakcji dokonanych w 2016 roku obejmujących obligacje 10 letnie, średnia ważona rentowność zdaniem OPL wynosi 2,98%.

Jeśli chodzi o wartość premii za udostępnienie kapitału własnego (ERP), zdaniem OPL wartość tego wskaźnika powinna zostać określona na podstawie danych publikowanych przez prof. Aswatha Damodarana na stronie internetowej. Jak wskazała OPL wskaźnik ERP dla polskiego rynku wyniósł 7,31%.

Odnosząc się następnie do wyznaczenia wskaźnika Beta, OPL wskazała, iż wskaźnik Beta powinien przyjąć wartość 1,08 jako aktualny wskaźnik Beta dla sektora usług telekomunikacyjnych w Europie.

Pismem z dnia 3 stycznia 2017 r., Prezes UKE poinformował OPL, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa może zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów. Jednocześnie Prezes UKE poinformował, iż do materiału dowodowego zostały dołączone kopie następujących dokumentów:

1. Baza transakcji – bony i obligacje hurtowe, Baza transakcji – obligacje hurtowe, wydruk ze strony internetowej Ministerstwa finansów<sup>8</sup>.
2. Ocena ratingowa agencji ratingowej Moody's i Standard & Poor's, Rating bieżący dla Polski, 25 lipca 2016 r. – wydruk ze strony Ministerstwa finansów<sup>9</sup>.
3. Ocena ratingowa agencji ratingowej Moody's i Standard & Poor's, Rating bieżący dla wybranych krajów, styczeń 2016 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On - Line<sup>10</sup>.
4. Wskaźnik Beta dla usług telekomunikacyjnych, styczeń 2016 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On – Line.
5. Raport inwestycyjny domu maklerskiego PKO - telekomunikacja – wydruk ze strony internetowej domu maklerskiego<sup>11</sup>, 8 czerwca 2016 r.
6. Wskaźnik ERP dla usług telekomunikacyjnych, styczeń 2016 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On - Line<sup>12</sup>.
7. Kopia decyzji Prezesa UKE z dnia 17 lutego 2016 r., nr DHRT.WORK.6091.1.2015.23.
8. Kopia decyzji Prezesa UKE z dnia 5 lipca 2016 r., nr DHRT.WORK.609.5.2016.16.
9. Zalecenie Komisji 2010/572/UE z dnia 20 września 2010 r., w sprawie regulowanego dostępu do sieci nowej generacji.
10. Kopia decyzji Prezesa UKE z dnia 7 października 2014 r., nr DART-SMP-6040-1/14(121).
11. Raport roczny jednostkowy OPL za rok obrotowy 2015 obejmujący okres od dnia 1 stycznia 2015 r. do dnia 31 grudnia 2015 r.

---

<sup>8</sup> źródło: <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/baza-transakcji>.

<sup>9</sup> źródło: <http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/rating/rating-biezacy>.

<sup>10</sup> źródło: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.

<sup>11</sup> źródło: <http://www.dm.pkobp.pl/analizy-i-rekomendacje>.

<sup>12</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.

12. Raport Frontier Economics pt. „Input data and intermediate calculations” z dnia 31 października 2013 r.<sup>13</sup>

13. „Praktyczne zasady wyceny spółek giełdowych”, Miłosz Papst, - wydruk ze strony internetowej Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.<sup>14</sup>

Pismem z dnia 25 stycznia 2017 r., Prezes UKE poinformował OPL, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa może zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów. Jednocześnie Prezes UKE poinformował, iż do materiału dowodowego zostały dołączone kopie następujących dokumentów:

1. Wskaźnik Beta dla usług telekomunikacyjnych, styczeń 2017 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On - Line<sup>15</sup>.
2. Wskaźnik ERP dla usług telekomunikacyjnych, styczeń 2017 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On - Line<sup>16</sup>.
3. Zmiana perspektywy ratingu Orange Polska S.A. ze stabilnej na negatywną, 9 marca 2016 r. - wydruk ze strony internetowej Eurorating<sup>17</sup>.
4. Obniżenie ratingu kredytowego Orange Polska S.A. do BB+ z BBB-, 20 maja 2016 r. - wydruk ze strony internetowej Eurorating<sup>18</sup>.
5. Principles of implementation and best practice for WACC calculation, luty 2007 r. - wydruk ze strony internetowej BERECS<sup>19</sup>.

Pismem z dnia 17 lutego 2017 r., Prezes UKE poinformował OPL, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa może zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów. Jednocześnie Prezes UKE poinformował, iż do materiału dowodowego zostały dołączone kopie następujących dokumentów:

1. Jednostkowy raport roczny Orange Polska S.A. za rok 2016 – wydruk ze strony internetowej Orange<sup>20</sup>.
2. Raport sektorowy Domu Maklerskiego PKO BP, 14 grudnia 2016 r. - wydruk ze strony internetowej Domu Maklerskiego PKO BP<sup>21</sup>.

Pismem z dnia 1 marca 2017 r., nr TKRU3/AP/OPL-4/03/17 (wpływ do Urzędu Komunikacji Elektronicznej w dniu 2 marca 2017 r.) OPL przedstawiła stanowisko w sprawie (zwane dalej „Stanowiskiem OPL z dnia 1 marca 2017 r.”) w przedmiocie określenia wskaźnika WACC, odnośnie części składowych dla jego wyliczenia. OPL wskazała, że rekomendowaną przez OPL metodą w zakresie ustalenia udziału kapitału własnego jest podejście, które zakłada podział całości pasywów bilansowych bez wykluczenia jakichkolwiek jego składowych. W tym podejściu kapitał własny składa się z bilansowego kapitału własnego OPL, a kapitał obcy z całości zobowiązań bilansowych. OPL wyjaśniła,

---

<sup>13</sup> [http://www.ilr.public.lu/communications\\_electroniques/avis\\_consultations/4\\_ILR\\_InputData\\_20131031.pdf](http://www.ilr.public.lu/communications_electroniques/avis_consultations/4_ILR_InputData_20131031.pdf)

<sup>14</sup> Źródło: [http://www.sii.org.pl/static/img/20081208\\_150621\\_mi\\_osz\\_papst\\_pi2008.pdf](http://www.sii.org.pl/static/img/20081208_150621_mi_osz_papst_pi2008.pdf)

<sup>15</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> <http://www.eurorating.com>

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> <http://berec.europa.eu>

<sup>20</sup> <http://www.orange-ir.pl/pl/results-center/results>

<sup>21</sup> <http://www.dm.pkobp.pl/analizy-i-rekomendacje/analizy-okresowe/raport-analityczny/cee-sektor-telekomunikacyjny-grudzien-2016/?download>

iz udziały poszczególnych kapitałów określone są proporcjonalnie do ich wielkości. Podejście to jest w ocenie OPL w pełni transparentne, ponieważ pozwala na określenie wskaźników na podstawie sprawozdania finansowego, bez wnikania w ich wewnętrzny charakter. OPL wskazała, iż na podstawie poddanych audytowi danych bilansowych OPL za rok 2016 udział kapitału własnego określonego ww. metodą kształtuje się na poziomie 44,38%, a udział kapitału obcego na poziomie 55,62%.

W zakresie wyznaczania stopy wolnej od ryzyka OPL wskazała, iż zgodnie z przyjmowaną przez OPL metodologią do kalkulacji stopy wolnej od ryzyka, najważniejszym punktem odniesienia jest średnia ważona rentowność 10 letnich obligacji Skarbu Państwa. Na podstawie transakcji dokonanych w 2016 roku obejmujących obligacje 10 letnie, średnia ważona rentowność zdaniem OPL wynosi 2,98%.

Jeśli chodzi o wartość premii za udostępnienie kapitału własnego (ERP), zdaniem OPL wartość tego wskaźnika powinna zostać określona na podstawie danych publikowanych przez prof. Aswatha Damodarana na stronie internetowej. Jak wskazała OPL wskaźnik ERP dla polskiego rynku wyniósł 6,9%.

Odnosząc się następnie do wyznaczenia wskaźnika Beta, OPL wskazała, iż wskaźnik Beta powinien przyjąć wartość 1,13 jako aktualny wskaźnik Beta dla sektora sprzętu telekomunikacyjnego w Europie.

Według OPL za wartość premii za udostępnienie kapitału obcego przyjąć należy wartość pochodzącą z analiz Domu Maklerskiego PKO BP, włączonych przez Prezesa UKE w toku postępowania do materiału dowodowego, wynoszącą 1,5 %.

#### **Określając wskaźnik WACC dla OPL 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 (tekst jednolity: Dz. U. z 2016 r. poz. 1537, ze zm.).

Wytyczną kierunkową dla określenia wskaźnika WACC jest art. 13 „*Kontrola cen i obowiązki związane z systemem księgowości kosztowej*” ust. 1 Dyrektywy 2002/19/WE z dnia 7 marca 2002 r. w sprawie dostępu do sieci łączności elektronicznej i udogodnień towarzyszących oraz w sprawie połączeń międzysieciowych (Dyrektywa o dostępie – Access Directive), który stanowi, iż „*Krajowe organy regulacyjne będą miały na uwadze realizowane przez operatora inwestycje oraz umożliwią mu [przedsiębiorcy zobowiązanemu do prowadzenia kalkulacji kosztów – przyp. Prezesa UKE] uzyskanie zwrotu stosownej części zainwestowanego kapitału, uwzględniając poniesione ryzyko*”.

Zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt Prezes UKE określi 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.

Analizując treść powyższego przepisu w pierwszej kolejności należy wyjaśnić, że wskaźnik WACC jest definiowany jako średni koszt finansowania aktywów przedsiębiorstwa, którego źródłem są dług i kapitały własne. Każde z nich jest odpowiednio zważone w zależności od struktury finansowania przedsiębiorstwa. Średni ważony koszt kapitału pozwala zaobserwować, jaki koszt poniesie przedsiębiorca za każdą złotówkę, którą pożyczycy lub

pozyska. Wskaźnik WACC jest minimalną wymaganą stopą zwrotu, przy której opłaca się przedsiębiorcy inwestować w nowe projekty lub dokonywać fuzji i przejęć.

Wskaźnik WACC może być stosowany m.in. w:

- regulacjach rynku w celu oszacowania zwrotu z kapitału zaangażowanego w modelach kosztowych,
- modelach wyceny opartych na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, zarządzaniu wartością firmy, jako stopa dyskontowa reprezentująca minimalny oczekiwany zwrot dla inwestorów.

Wskaźnik WACC pełni odmienną rolę w zależności od charakteru rynku. Na rynkach w pełni zliberalizowanych, koszt kapitału jest zmienną niezależną wobec cen, pełni zatem raczej rolę miernika rentowności inwestycji czy przedsiębiorstwa. W przypadku rynku usług telekomunikacyjnych, na którym świadczone są także hurtowe usługi regulowane, wskaźnik zwrotu kosztu kapitału spełnia dodatkowo rolę narzędzia regulacji, wpływając na poziom i strukturę opłat, określonych przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej. W przypadkach gdy poziom kosztu kapitału jest przyjmowany na zbyt wysokim poziomie może prowadzić to do zbyt wysokiego poziomu zysków lub efektu przeinwestowania, co ma wpływ na nadmierny wzrost opłat. Określenie wskaźnika WACC na zbyt wysokim poziomie w sposób pośredni wpływa na ustalanie zbyt wysokich opłat w stosunku do faktycznie ponoszonych przez operatora kosztów. Natomiast zbyt niski wskaźnik WACC może ograniczyć dopływ kapitału i wpływać na jakość i terminowość oraz rozwój usług.

Wskaźnik zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału należy odróżnić od rentowności danej usługi. Wskaźnik zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału mówi jedynie o tym, jaki jest wskaźnik odzyskania kapitału zaangażowanego w świadczenie danej usługi. Wskaźnik ten ma wpływ na rentowność danej usługi, ale nie decyduje o jej rentowności.

Wskaźnik wysokości zaangażowanego kapitału jest jednym z elementów, który wpływa na wynik kalkulacji kosztów uzasadnionych. Powinien być ustalony w takiej wysokości, aby zachęcał operatora do inwestowania. Nie może być jednak określony w wysokości sprzyjającej ustalaniu zawyżonych cen.

Następnie należy wskazać, że z brzmienia art. 53 ust. 1 Pt wynika, że wskaźnik WACC powinien zostać określony dla przedsiębiorcy telekomunikacyjnego zobowiązanego do prowadzenia kalkulacji kosztów.

Kalkulacja kosztów, zgodnie z brzmieniem art. 2 pkt 14 Pt, to wyliczanie przez przedsiębiorcę telekomunikacyjnego kosztów związanych ze świadczeniem usług, odrębnie dla każdej z usług, dla której przedsiębiorca jest obowiązany prowadzić kalkulację kosztów, zgodnie z zatwierdzanym na dany rok obrotowy przez Prezesa UKE opisem kalkulacji kosztów.

Natomiast, stosownie do treści art. 50 ust. 2 Pt, kalkulację kosztów prowadzi przedsiębiorca telekomunikacyjny, na którego nałożono ten obowiązek na podstawie art. 39 Pt lub art. 46 Pt.

Zgodnie z treścią art. 39 ust. 1 Pt Prezes UKE może zgodnie z przesłankami, o których mowa w art. 24 pkt 2 lit. a Pt, w drodze decyzji, nałożyć na operatora o znaczącej pozycji rynkowej obowiązki:

- 1) 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;

- 2) stosowania opłat z tytułu dostępu telekomunikacyjnego, uwzględniających zwrot uzasadnionych kosztów operatora.

Mając na uwadze powyższe należy wskazać, iż w Decyzji SMP 5 – 2014 Prezes UKE określił rynek właściwy jako rynek świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego na obszarze całego kraju, z wyłączeniem obszarów gminnych określonych w pkt 1 Załącznika nr 1 do przedmiotowej decyzji oraz wyznaczył OPL, jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na tym rynku. W Decyzji SMP 5 – 2014, w związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 5, na OPL zostały nałożone obowiązki regulacyjne.

Jednym z obowiązków, jakie Prezes UKE nałożył na OPL w Decyzji SMP 5 – 2014, jest właśnie obowiązek prowadzenia kalkulacji kosztów usług świadczonych w ramach Rynku 5, na podstawie art. 39 ust. 1 Pt, tj. obowiązek:

- kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego – zarówno w oparciu o technologię miedzianą, jak i światłowodową – według metody zorientowanych przyszłościowo długookresowych kosztów przyrostowych według zatwierdzonego przez Prezesa UKE opisu kalkulacji kosztów;
- stosowania opłat z tytułu dostępu telekomunikacyjnego – zarówno w oparciu o technologię miedzianą, jak i światłowodową – uwzględniających zwrot uzasadnionych kosztów operatora.

Przy czym podkreślenia wymaga, iż obecnie obowiązek prowadzenia kalkulacji kosztów uzasadnionych OPL zobowiązana jest realizować wyłącznie na Rynku 5, bowiem w żadnej innej decyzji określającej rynek właściwy i wyznaczającej OPL jako przedsiębiorcę zajmującego pozycję znaczącą na tym rynku Prezes UKE nie nałożył na OPL obowiązku kalkulacji kosztów uzasadnionych.

Powyższe stanowi o tym, że spełnione zostały przesłanki obligujące Prezesa UKE do określenia, w trybie art. 53 ust. 1 Pt, wskaźnika WACC dla OPL w odniesieniu do usług na Rynku 5, tj. przesłanka nałożenia na dany podmiot obowiązku prowadzenia kalkulacji kosztów (art. 50 ust. 2 Pt w związku z art. 39 ust. 1 Pt) w odniesieniu do tych usług.

Zgodnie z art. 53 ust. 1 Pt, Prezes UKE określa wskaźnik WACC corocznie. Wobec powyższego w niniejszej decyzji wskaźnik WACC został określony na potrzeby kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2018, co wynika z faktu, iż zgodnie z treścią Decyzji SMP 5 – 2014 OPL ma obowiązek kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie zorientowanych przyszłościowo długookresowych kosztów przyrostowych według zatwierdzonego przez Prezesa UKE opisu kalkulacji kosztów. Zgodnie z § 15 ust. 2 rozporządzenia Ministra Transportu i Budownictwa z dnia 15 grudnia 2005 r. w sprawie prowadzenia przez przedsiębiorcę telekomunikacyjnego rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług (tekst jednolity: Dz. U. nr 255, poz. 2140 ze zm.) zorientowane przyszłościowo długookresowe koszty przyrostowe, przedsiębiorca kalkuluje jako koszt przewidywany na rok obrotowy następujący po bieżącym roku obrotowym, przyjmując jako dane bazowe do kalkulacji dane z ostatniego zakończonego roku obrotowego. Mając na uwadze powyższe, Prezes UKE wyjaśnia, iż kalkulacja kosztów przeprowadzana jest w cyklach rocznych. Koszty, które będą kalkulowane w roku 2017, to koszty przewidywane na rok 2018 (na rok obrotowy następujący po bieżącym roku



obrotowym), opierają się na danych bazowych z roku 2016, który stanowi ostatni zakończony rok obrotowy.

Art. 53 ust. 1 Pt zawiera w swojej treści szereg czynników, jakie powinien uwzględnić Prezes UKE wydając decyzję, w której określa wskaźnik WACC:

- udokumentowane koszty pozyskania kapitału własnego i obcego,
- pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym,
- typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych,
- koszty zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach.

Odnosząc się do poszczególnych czynników uwzględnianych przy wyznaczaniu wysokości wskaźnika WACC, Prezes UKE wyjaśnia, iż jako udokumentowane koszty pozyskania kapitału własnego i obcego należy rozumieć minimalną oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji podejmowanych przez dane przedsiębiorstwo, którą można stwierdzić na podstawie dokumentów (poprzeć dokumentami)<sup>22</sup>. W literaturze przedmiotu<sup>23</sup> podkreśla się, że kapitał stanowi źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa. Głównym kryterium podziału kapitałów, istotnym z punktu widzenia określania kosztów ich pozyskania, jest kryterium własnościowe związane ze źródłem pochodzenia kapitału, które dzieli je na kapitały własne i obce. Kapitały własne przedsiębiorstwa to środki wniesione przez właścicieli na stałe oraz środki wygospodarowane przez samo przedsiębiorstwo w toku jego działalności. Kapitał własny (właścicielski) jest kapitałem podstawowym, bez niego bowiem przedsiębiorstwo nie jest w stanie pozyskać kapitału obcego (wierzycielskiego), gdyż dawcy tego kapitału w celu ograniczenia własnego ryzyka żądają zabezpieczeń w kapitale właścicieli. Kapitały obce stanowią środki powierzone przez wierzycieli na ściśle określony czas. Zalicza się do nich: kredyty bankowe, wyemitowane obligacje, pożyczki, zobowiązania wobec dostawców, leasing i inne. Każde z tych źródeł finansowania ma swój określony koszt. Jest on uzależniony od warunków, na jakich umowa o udostępnienie kapitału została zawarta, rozwiązań prawnych obowiązujących w danym kraju, wysokości i rodzaju podatków płaconych przez jednostkę, a także stopy zwrotu z inwestycji pozbawionych ryzyka, której podstawą są zazwyczaj dłużne papiery wartościowe emitowane przez państwo. Średni ważony koszt kapitału jest zdeterminowany przede wszystkim przez koszty kapitałów pozyskanych z różnych źródeł oraz przez istniejącą lub docelową strukturę kapitałów finansujących działalność podmiotu. Struktura finansowania informuje, jaki jest udział kapitału własnego i kapitału obcego w ogólnej wartości kapitału. Średniważony koszt kapitału może być wyznaczany w ujęciu nominalnym (wówczas uwzględnia się zjawisko inflacji) albo realnym (bez uwzględnienia zjawiska inflacji) oraz przed opodatkowaniem (wówczas nie uwzględnia się tzw. efektu tarczy podatkowej) albo po opodatkowaniu (z uwzględnieniem efektu tarczy podatkowej)<sup>24</sup>.

Przesłanka udokumentowanych kosztów pozyskania kapitału własnego i obcego ma swoje bezpośrednie odzwierciedlenie w metodologii wyznaczania wskaźnika WACC, bowiem

---

<sup>22</sup> Według słownika języka polskiego „udokumentować” to tyle co „poprzeć coś dokumentami lub stwierdzić coś na podstawie dokumentów” (<http://sjp.pwn.pl/szukaj/udokumentowa%C4%87>).

<sup>23</sup> Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 79 i n.

<sup>24</sup> Zarządzanie finansami, tom II Wiesław Dębski, CIM, Warszawa 1996, s.122 i n.

w zastosowanym przez Prezesa UKE wzorze, o którym szerzej będzie mowa poniżej, znalazły się następujące współczynniki dotyczące kosztów pozyskania kapitału:

- koszt kapitału własnego,
- koszt kapitału obcego,

których wartości zostały ustalone na podstawie dokumentów znajdujących się w aktach niniejszego postępowania.

Uwzględniając przesłankę udokumentowanych kosztów pozyskania kapitału w niniejszej sprawie, na potrzeby wyliczenia wysokości wskaźnika WACC wykorzystano dane finansowe operatora wyznaczonego, dokumentujące koszt kapitału własnego, tj.: kapitał zakładowy, kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej, pozostałe kapitały rezerwowe, zyski zatrzymane oraz koszt kapitału obcego, tj.: zobowiązania długoterminowe i zobowiązania krótkoterminowe w 2016 r. Dane finansowe zawarte zostały w raporcie rocznym jednostkowym OPL za rok obrotowy 2016, obejmującym okres od dnia 1 stycznia 2016 r. do dnia 31 grudnia 2016 r. Jednostkowy raport roczny OPL za rok obrotowy 2016, opublikowany w dniu 13 lutego 2017 r., jest najbardziej aktualnym i publicznie dostępnym źródłem danych oraz został pozytywnie zaopiniowany przez biegłego rewidenta.

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 (rynku instrumentów średnio i długoterminowych, służących do pozyskiwania kapitału przez ich emitentów<sup>25</sup>) poprzez instrumenty tego rynku (np. akcje lub obligacje).

W powyższym względzie Prezes UKE posłużył się informacjami na temat oceny finansowo-ekonomicznej OPL, korzystając z informacji dotyczących oceny ryzyka kredytowego zawartych w serwisie „EuroRating”<sup>26</sup>. Ryzyko kredytowe wyrażone ratingami agencji ratingowej „EuroRating” określane jest w 20-sto stopniowej skali – analogicznej do tradycyjnej skali stosowanej powszechnie przez międzynarodowe agencje ratingowe. Zapewnia to porównywalność ratingów i ułatwia ich użytkownikom korzystanie z ratingów przyznawanych przez kilka różnych agencji. OPL w dniu 9 marca 2016 r. otrzymała ocenę kredytową BBB- o perspektywie negatywnej<sup>27</sup>, zaś w dniu 20 maja 2016 r., ocena została obniżona do BB+ o oczekiwanej perspektywie stabilnej i utrzymana została w ocenie z dnia 9 listopada 2016 r. Powyższe oznacza, iż OPL posiada podwyższone ryzyko kredytowe i obniżoną płynność finansową. EuroRating zakłada możliwość wsparcia finansowego OPL ze strony Grupy Orange jako inwestora strategicznego. Ryzyko kredytowe ponoszone przez OPL jest wynagradzane OPL poprzez premię za ryzyko – Dept Premium (zwana dalej „DP”), będącą czynnikiem branym pod uwagę w wyliczeniu kosztu kapitału obcego, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części niniejszej decyzji. Premia za ryzyko stanowi rekompensatę dla OPL w związku z ryzykiem, jakie niesie ze sobą zaciągnięcie kredytu, a także ryzyko na wypadek utraty płynności finansowej OPL. W ramach niniejszego postępowania Prezes UKE uznał, iż wycena wartości premii za ryzyko długu przeprowadzona

---

<sup>25</sup>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>26</sup><http://www.eurorating.com/pl/ratingi/przedsiębiorstwa>.

<sup>27</sup>Perspektywa ratingu określa najbardziej prawdopodobny według agencji kierunek zmiany poziomu ratingu w horyzoncie czasowym kolejnych 12 miesięcy – nie oznacza jednak zapowiedzi, że rating w najbliższej przyszłości ulegnie (lub też nie ulegnie) zmianie i że będzie to na pewno zmiana w kierunku zgodnym ze wskazaniem bieżącej perspektywy ratingu.

przez domy inwestycyjne, dotycząca m.in. OPL, stanowi miarodajny punkt odniesienia. Prezes UKE dysponując wartością DP z raportu inwestycyjnego Domu Maklerskiego PKO BP określił wartość DP na poziomie 1,5%. Parametr DP został bezpośrednio implementowany do 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>28</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 ponoszonego przez właścicieli kapitału, uwzględnia ryzyko operacyjne oraz ryzyko finansowe związane z daną działalnością.

Współczynnik Beta jest jednym ze współczynników służących do wyliczenia kosztu kapitału własnego (E), będącego jedną ze zmiennych w przyjętym przez Prezesa UKE wzorze służącym do wyliczenia wskaźnika WACC, o czym szczegółowo będzie mowa w dalszej części niniejszej decyzji. Współczynnik Beta został oszacowany na podstawie współczynnika Beta przyjętego z ogólnie dostępnego i niewymagającego subskrypcji źródła. W celu ustalenia wartości współczynnika Beta dla branży telekomunikacyjnej Prezes UKE odwołał się do danych publikowanych przez prof. Aswatha Damodarana w serwisie [people.stern.nyu.edu](http://people.stern.nyu.edu), gdzie wskazano wartości wskaźnika Beta dla firm reprezentujących różne branże, w tym telekomunikacyjną. Beta zaczerpnięta z zakładki „*Levered and Unlevered Betas by Industry*”<sup>29</sup>, została następnie skorygowana współczynnikiem Blume'a, który stanowi przyszłościową estymację współczynnika Beta. Powyższe dane zostały włączone jako materiał dowodowy do akt niniejszego postępowania administracyjnego.

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 jest oczekiwaną stopą zwrotu z aktywów, które w teorii nie są obciążone ryzykiem w ogóle, tj. którego oczekiwane zyski są pewne. Współczynnik stopy wolnej od ryzyka został określony na podstawie wyliczenia średniej wartości stóp rentowności polskich obligacji skarbowych o okresie zapadalności 10 lat ważonych wartością sprzedaży/odkupu obligacji. Udokumentowaniem danych bazowych, na których oparto obliczenia są przetargi obligacji skarbowych prowadzone przez Ministerstwo Finansów. Dane pochodzą z całego roku 2016 i zostały włączone jako materiał dowodowy do akt niniejszego postępowania administracyjnego.

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. Wyznaczona została jako mediana premii bazowej za ryzyko inwestycyjne związane z udostępnianiem kapitałów własnych na podstawie danych dotyczących grupy państw z dojrzałych rynków kapitałowych. Podobnie jak wskaźnik Beta premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (ERP) została

---

<sup>28</sup>Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 43 i n.

<sup>29</sup><http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, rozdział „*Updated data*”.

zaczepnięta z serwisu people.stern.nyu.edu. Dane zostały włączone jako materiał dowodowy do akt niniejszego postępowania administracyjnego.

Typowe ryzyko związane z zaangażowanym kapitałem odzwierciedla również uwzględniona w zastosowanej przez Prezesa UKE metodologii wyznaczenia WACC, omawiana uprzednio premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego – DP, która odzwierciedla element ryzyka związanego z zaangażowaniem kapitału, co jest związane z pozycją przedsiębiorcy na rynku kapitałowym. Ze względu na trudności praktyczne w oszacowaniu wartości premii, która jest specyficzna dla danego przedsiębiorstwa, Prezes UKE skorzystał ze wskaźnika DP oszacowanego dla OPL uznając, że najbardziej obiektywnym źródłem danych do oszacowania premii za ryzyko będą aktualnie dostępne wyceny tego wskaźnika dla OPL dokonane przez domy maklerskie. Zatem w celu oszacowania premii dla OPL wybrano najnowsze publicznie dostępne raporty analityczne dotyczące OPL. Raporty zawierające informacje o premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego DP zostały włączone jako materiał dowodowy do akt niniejszego postępowania administracyjnego.

Jak już uprzednio wskazano, przepis art. 53 ust. 1 Pt stanowi podstawę do uwzględnienia przy kalkulowaniu wskaźnika WACC poziomu typowego ryzyka zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Ponieważ nowe przedsięwzięcia inwestycyjne związane są z wykorzystaniem nowej 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 niniejszej 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 telekomunikacyjnego, energetycznego, pocztowego czy kolejowego), albo na rynkach z sektora telekomunikacyjnego w innych krajach.

Powyższa przesłanka znajduje zatem swoje odzwierciedlenie we wskaźnikach 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 z serwisu Damodaran On - Line. Wysokość tego wskaźnika została oszacowana w oparciu o dane porównawcze dla dojrzałych rynków kapitałowych (w tym rynku telekomunikacyjnego) z regionu określonego jako „*Eastern Europe & Russia*”, dostosowana do specyfiki rynku polskiego. Również wymieniony już uprzednio wskaźnik Beta dla usług telekomunikacyjnych w Europie określony został na podstawie danych 87 firm z branży telekomunikacyjnej. Szczegółowe uzasadnienie zastosowania poszczególnych ww. współczynników uwzględniających omawianą przesłankę znajduje się w dalszej części uzasadnienia niniejszej decyzji.

Z powyższego wprost wynika, że wymienione w art. 53 ust. 1 Pt przesłanki określenia kosztu zaangażowania kapitału na rynkach porównywalnych, zostały przez Prezesa UKE uwzględnione.

## 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>30</sup> przygotowanego dla Institute Luxembourgeois de Regulation (ILR), można wskazać na cztery istotne cechy regulacyjnego kosztu kapitału.

**Tabela nr 1.** Cztery istotne cechy kosztu kapitału

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

**źródło:** opracowano na podstawie raport Frontier Economics, październik 2013.

Metodologia 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 Unii Europejskiej (zwanej dalej „UE”).

Wykorzystanie wskaźnika WACC jako miary poziomu uzasadnionego zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału jest powszechnie stosowaną praktyką wśród europejskiej grupy regulatorów, jest również rekomendowane przez Niezależną Grupę Regulatorów (zwaną dalej „IRG” – ang. „Independent Regulators Group”), obecnie Organ Europejskich Regulatorów Łączności Elektronicznej (zwany dalej „BEREC” - ang. „Body of European Regulators for Electronic Communications”). Wskaźnik WACC jest miarą uwzględniającą różne 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 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 możemy obliczyć za pomocą następującego wzoru:

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

gdzie:

$r_e$  – koszt kapitału własnego;

$r_d$  – koszt kapitału obcego;

<sup>30</sup>źródło:[http://www.ilr.public.lu/communications\\_electroniques/avis\\_consultations/4\\_ILR\\_InputData\\_20131031.pdf](http://www.ilr.public.lu/communications_electroniques/avis_consultations/4_ILR_InputData_20131031.pdf).

E – kapitał własny;

D – kapitał obcy;

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

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

Powyższa formuła jest formułą podstawową, wymagającą uwzględnienia stopy podatku dochodowego. Dla określenia wskaźnika WACC Prezes UKE przyjął powszechnie stosowaną formułę<sup>31</sup> w następującym kształcie:

$$WACC = \frac{r_e}{1-t} * \frac{E}{D+E} + r_d * \frac{D}{D+E}$$

gdzie:

t – stopa podatkowa;

1 - t – tarcza podatkowa.

Wskaźnik WACC został określony w oparciu o najbardziej aktualne dane na dzień wydania niniejszej decyzji tj. biorąc pod uwagę obserwacje (w zakresie poszczególnych parametrów) dostępne w roku 2016.

**Tabela nr 2.** Założenia przyjęte do określenia wskaźnika WACC

Parametr	Przyjęte założenia
Stopa wolna od ryzyka (rf)	Średnia ważona rentowność 10 letnich obligacji polskich o stałym oprocentowaniu – 2016 r.
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	Benchmarking ze strony Damodaran On – Line (dane ze stycznia 2017 r.)
Beta lewarowana (B)	Benchmarking ze strony Damodaran On – Line (dane ze stycznia 2017 r.)
Premia za udostępnienie kapitału obcego	Raport inwestycyjny Dom Maklerski PKO (z 8 czerwca 2016 r. oraz z 14 grudnia 2016 r.),
Struktura kapitału	Jednostkowy raport roczny OPL za rok obrotowy 2016 r.
Podatek dochodowy	CIT <sup>32</sup> - Stawka podatku dochodowego od osób prawnych
Premia za ryzyko dla usług realizowanych w oparciu o infrastrukturę światłowodową	Relacja pomiędzy wartością wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej 8,13%, a wartością wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej 9,38%

**źródło:** opracowanie własne UKE.

<sup>31</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).

<sup>32</sup>źródło: Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j.: Dz. U. z 2014 r. poz. 851 z późn. zm.).

## 1.1 Struktura zaangażowanego kapitału (E/D+E) i (D/D+E)

Punktem wyjścia do kalkulacji wskaźnika WACC jest ustalenie struktury zaangażowanego kapitału, która przejawia się w odpowiednich proporcjach pomiędzy kapitałem własnym, a kapitałem obcym.

Należy wyjaśnić, iż kapitał własny przedsiębiorstwa, to środki wniesione do firmy przez właścicieli na stałe oraz środki wygosponarowane przez samą firmę w toku jej działalności. Kapitał własny jest kapitałem podstawowym. Bez niego przedsiębiorstwo nie jest w stanie pozyskać kapitału wierzycielskiego. Zwykle kapitał własny firmy jest zaangażowany w przedsiębiorstwie na stałe.

Koszt zaangażowanych własnych środków, jest zatem – najogólniej mówiąc – kosztem możliwości lub utraconych szans (kosztem alternatywnym). Jest równy łącznej stopie zwrotu, jakiej właściciel mógłby się spodziewać, gdyby zainwestował w inne aktywa, ale o porównywalnym ryzyku. Spośród możliwych podejść do wyznaczania struktury kapitału można wymienić podejście bilansowe/księgowe, rynkowe oraz zastosowanie optymalnej struktury kapitału. Wszystkie trzy metody jako możliwe do zastosowania w kalkulacji wysokości wskaźnika WACC zostały zaprezentowane w dokumencie IRG<sup>33</sup> z lutego 2007 r., pt. „*Principles of Implementation and Best Practice for WACC*”<sup>34</sup>, gdzie nie zostało przesądzone, aby któraś ze wskazanych metod miała być bezwzględnie stosowana. Według autorów dokumentu przyjęcie metody wyznaczenia struktury kapitału uzależnione jest od istniejących okoliczności, stosowanej bazy kosztowej czy dostępności informacji.

Autorzy ww. dokumentu wyjaśniają, iż podejście bazujące na metodzie bilansowej/księgowej polega na zaczerpnięciu informacji na temat kapitału obcego i kapitału własnego z bilansu spółki. Metoda ta jest przejrzysta i łatwa do sprawdzenia i audytu. Minusem tej metody jest to, iż nie jest perspektywiczna i nie odzwierciedla prawdziwej wartości ekonomicznej firmy. Poza tym, wartość księgowa jest zależna od polityki i strategii rachunkowości operatora, a więc proporcje kapitałów mogą się znacznie różnić w zależności od zmian zasad rachunkowości.

W podejściu rynkowym struktura kapitału może być obliczona na podstawie obserwowanej wartości rynkowej kapitału obcego i kapitału własnego spółki, a mianowicie ich rynkowej kapitalizacji<sup>35</sup>, które w teorii będą odzwierciedlać rzeczywistą wartość ekonomiczną struktury kapitałowej spółki. Wartość rynkowa kapitału własnego może zostać wyznaczona poprzez pomnożenie liczby akcji przez ich bieżącą cenę. Z kolei wartość rynkowa kapitału obcego może być trudna do uzyskania bezpośrednio, gdyż oprócz obligacji przedsiębiorstwa zazwyczaj mają inne formy nienotowanego długu, takie jak zadłużenia bankowe. Problemem z wykorzystaniem wartości rynkowych jest to, że są one uzależnione od kilku czynników

---

<sup>33</sup>ang. Independent Regulatory Group – Niezależna Grupa Regulatorów.

<sup>34</sup>źródło:[http://berec.europa.eu/doc/publications/consult\\_principles\\_best\\_implement/erg\\_07\\_04\\_pibs\\_on\\_wacc\\_public\\_cons\\_summary\\_mar2007\\_final.pdf](http://berec.europa.eu/doc/publications/consult_principles_best_implement/erg_07_04_pibs_on_wacc_public_cons_summary_mar2007_final.pdf).

<sup>35</sup> W terminologii używanej na giełdach papierów wartościowych kapitalizacja to wartość giełdowa spółki równa iloczynowi aktualnego kursu akcji i liczby akcji spółki w obrocie giełdowym (a także tych poza obrotem giełdowym). Akcje odzwierciedlają własność, tym samym kapitalizacja giełdowa przedsiębiorstwa stanowi dokonaną przez rynek kapitałowy wycenę jego aktywów netto, czyli kapitału. Kapitalizacja giełdowa różni się od wartości księgowej kapitału, która jest księgową miarą, opierającą się na łącznej kwocie kosztów historycznych. W związku z tym, że w tradycyjnym sprawozdaniu finansowym nie próbuje się mierzyć wielu aspektów rzeczywistości finansowej (np. wartości nazw marek), kapitalizacja giełdowa może znacznie się różnić od wyliczeń księgowych, źródło: [http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/911358\\_kapitalizacja\\_spolki.html](http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/911358_kapitalizacja_spolki.html).

rynkowych, a mianowicie zmienności, oczekiwań inwestorów i spekulacji, a więc mogą być przedmiotem poważnych wahań, wpływając negatywnie na stabilność rynku. Dostępna literatura odnosząca się do tematyki wyznaczania wskaźnika WACC i przyjmowanych w tym obszarze założeń wskazuje, iż: „Podczas, gdy wartość rynkowa może być trudna do określenia, wartości księgowe są:

1. Zawsze dostępne w bilansie przedsiębiorstwa,
2. Wartość rynkowa, w szczególności kapitału własnego, podlega dużym wahaniom pod wpływem zmian cen akcji na rynku kapitałowym, wartość księgowa zaś jest bardziej stabilna, co powoduje, że może być uznana za lepszy punkt odniesienia,
3. Udział długu wyliczony według wartości rynkowych jest z reguły mniejszy niż dla wartości księgowych, co pomniejsza relatywnie jego udział w kształtowaniu kosztu kapitału w przedsiębiorstwie.

Większość autorów zwraca uwagę na trudności w prawidłowym szacowaniu wartości rynkowej kapitałów, co skłania analityków do sięgania po techniki szacowania wag, wykorzystujące wartości bilansowe kapitału. Należy zwrócić uwagę, że ewentualne korzystanie z księgowych wartości kapitału nie może doprowadzać do mieszania kategorii wartości – wagi mogą być obliczane wyłącznie albo na podstawie wartości rynkowych, albo wartości bilansowych. Uproszczone techniki szacowania wag nie polegają na częściowym zastosowaniu bilansowych wartości kapitału, lecz na szacowaniu wartości rynkowych na podstawie wartości bilansowych”<sup>36</sup>.

Z kolei efektywna czy optymalna struktura finansowania polega na określeniu udziału kapitału obcego i własnego w taki sposób, aby osiągnąć minimalny poziom kosztu pozyskania kapitałów. Jednak w przypadku tej metody dużym problemem jest ustalenie optymalnej proporcji kapitałów. Nauka przedmiotu wskazuje w tym względzie, iż „W ostatnich latach daje się zauważyć tendencję do łączenia oceny efektywności planowanych przedsięwzięć z poszukiwaniem optymalnej struktury kapitału, mającej w założeniu zwiększyć wartość przedsiębiorstwa. Wynika to niewątpliwie z popularności, jaką zdobyła w minionych dwóch dekadach koncepcja ukierunkowania zarządzania przedsiębiorstwem na wzrost jego wartości rynkowej. W rezultacie dokonywana ex ante ocena przedsięwzięć inwestycyjnych nie sprowadza się już do oszacowania określonych miar ich efektywności, ale stanowi ocenę przedsięwzięcia przy założeniu, że struktura jego finansowania będzie optymalna. (...) Nacisk na optymalizację struktury kapitału w procesie oceny przedsięwzięcia jest uzasadniany dążeniem do maksymalizacji efektywności projektu. Przyjmuje się przy tym, że współcześnie struktura kapitału nie jest zmienną prognostyczną, ale wielkością, o której decyduje inwestor. Jeśli tak, to finansowanie inwestycji kapitałem o strukturze innej niż optymalna nie ma uzasadnienia. Wydaje się, że podejście takie nie uwzględnia dwóch czynników. Po pierwsze, dostępność kapitału nie jest nieograniczona i nie dotyczy to tylko mniejszych inwestorów. Po drugie, przede wszystkim (choć nie wyłącznie) z racji ułomności modeli szacowania kosztu kapitału własnego, oszacowanie optymalnej struktury kapitału jest niemożliwe. Czynniki te powodują, że w praktyce zachodzi konieczność oszacowania docelowej struktury kapitału, która nie jest strukturą optymalną, natomiast powinna być potencjalnie najlepszą spośród możliwych do uzyskania, przy założeniu prognozowanych uwarunkowań realizacji inwestycji”<sup>37</sup>.

<sup>36</sup>A. Duliniec: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

<sup>37</sup>J. Kuczowic. Zmienne Oblicza WACC. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach. [http://www.ue.katowice.pl/fileadmin/\\_migrated/content\\_uploads/12\\_J.Kuczowic\\_Zmienne\\_oblicza\\_WACC.pdf](http://www.ue.katowice.pl/fileadmin/_migrated/content_uploads/12_J.Kuczowic_Zmienne_oblicza_WACC.pdf).



Mając na uwadze powyżej przedstawione, możliwe metody szacowania struktury kapitału, a także biorąc pod uwagę poglądy wyrażone w literaturze, która obszernie wypowiada się w temacie kalkulacji wskaźnika WACC, w tym jego poszczególnych parametrów, Prezes UKE postanowił zastosować księgową strukturę kapitału OPL. W tym względzie Prezes UKE kierował się prostotą stosowanego podejścia, powszechną dostępnością zastosowanych danych dla zainteresowanych podmiotów i w związku z tym łatwą weryfikacją przyjętych źródeł, z których struktura kapitału własnego i obcego została zaczerpnięta. Prezes UKE uznał, że publicznie dostępne roczne sprawozdania finansowe są najbardziej transparentnym i wiarygodnym źródłem danych do obliczeń, co minimalizuje ryzyko wpływu zaburzeń z rynku kapitałowego i walutowego na szacunek struktury kapitału, jak ma to miejsce w przypadku rynkowej struktury kapitału.

W celu wyznaczenia struktury kapitału własnego i kapitału obcego, Prezes UKE oparł się na Raporcie rocznym jednostkowym OPL za rok obrotowy 2016, obejmującym okres od dnia 1 stycznia 2016 r. do dnia 31 grudnia 2016 r. zawierającym sprawozdanie finansowe OPL sporządzone według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej<sup>38</sup>. Do wyliczenia struktury kapitału OPL przyjęty został udział kapitału własnego oraz udział kapitału obcego według wartości księgowych zgodnie z poniższą tabelą.

**Tabela 3.** Struktura zaangażowanego kapitału

<b>Pasywa</b>	<b>Wartość w (mln zł)</b>	<b>Struktura (%)</b>
<i>Kapitał zakładowy</i>	3 937	39,62%
<i>Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej</i>	832	8,37%
<i>Pozostałe kapitały rezerwowe</i>	-27	-0,27%
<i>Zyski zatrzymane</i>	5 195	52,28%
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>9 937</b>	<b>100,00%</b>
<i>Zobowiązania handlowe</i>	682	8,13%
<i>Zobowiązania finansowe wyceniane według zamortyzowanego kosztu, z wyłączeniem zobowiązań handlowych</i>	7 150	85,24%
<i>Instrumenty pochodne</i>	76	0,91%
<i>Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych</i>	140	1,67%
<i>Rezerwy</i>	270	3,22%
<i>Przychody przyszłych okresów</i>	70	0,83%
<b>Zobowiązania długoterminowe razem</b>	<b>8 388</b>	<b>100,00%</b>
<i>Zobowiązania handlowe</i>	2 382	58,60%
<i>Zobowiązania finansowe wyceniane według zamortyzowanego kosztu, z wyłączeniem zobowiązań handlowych</i>	58	1,43%
<i>Instrumenty pochodne</i>	0	0,00%
<i>Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych</i>	176	4,33%
<i>Rezerwy</i>	838	20,62%
<i>Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego</i>	21	0,52%

<sup>38</sup>[http://orange-ir.pl/sites/default/files/Orange\\_Polska\\_FY\\_2015\\_Standalone\\_Report\\_0.pdf](http://orange-ir.pl/sites/default/files/Orange_Polska_FY_2015_Standalone_Report_0.pdf).

<i>Pozostałe zobowiązania</i>	112	2,76%
<i>Przychody przyszłych okresów</i>	478	11,76%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe razem</b>	<b>4 065</b>	<b>100,00%</b>
<b>Kapitał obcy razem</b>	<b>12 453</b>	
<b>Pasywa razem</b>	<b>22 390</b>	
<b>Struktura kapitału OPL [%]</b>		
<b>Kapitał własny</b>	<b>Kapitał obcy</b>	
<b>44,38%</b>	<b>55,62%</b>	

**źródło:** Raport roczny jednostkowy 2016 - dane bilansowe (wyciąg).

Należy przyjąć, że kapitał własny jest zawsze droższy, niż obcy. Wynika to między innymi z podatków. O ile kapitał własnego nie można ująć w kosztach działalności (nie jest wykazywany w sprawozdaniach finansowych firmy), aby w ten sposób pomniejszyć podatek CIT – podatek od osób prawnych, ew. PIT – podatek od osób fizycznych, o tyle kapitał obcy można<sup>39</sup>.

Z kolei kapitał obcy (zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) to wszelkiego rodzaju źródła zewnętrzne finansowania przedsiębiorstwa. Na kapitał obcy składają się wszelkiego rodzaju krótkoterminowe i długoterminowe zobowiązania przedsiębiorstwa wobec banków, kontrahentów, dostawców i innych wierzycieli. Kapitały obce właściwie wykorzystane mogą służyć wspomaganie działalności przedsiębiorstwa, dynamizować jego sprzedaż, umożliwiać powiększanie jego zysku. Jednak kapitał obcy kosztuje, gdyż podmioty dostarczające kapitału obcego oczekują wynagrodzenia w postaci oprocentowania. Chociaż jest relatywnie tańszy w stosunku do kapitału własnego, to jednak charakteryzuje go ryzyko prowadzonej działalności oraz efektywność wykorzystania kapitału obcego. Kapitał obcy pozyskiwany jest na czas ograniczony i podlega terminowej spłacie (obligatoryjność spłat odsetek). Gdy udział kapitału obcego w kapitałach ogółem przedsiębiorstwa jest zbyt duży, może to doprowadzić do utraty płynności finansowej<sup>40</sup>.

Prezes UKE uznał, iż do kalkulacji wskaźnika WACC należy przyjąć strukturę kapitału wyznaczoną w oparciu o rzeczywistą strukturę kapitału OPL - udział kapitału własnego na poziomie 44,38%, oraz udział kapitału obcego na poziomie 55,62%. W ocenie Prezesa UKE, powyższe jest uzasadnione z uwagi na fakt, iż jest to najbardziej wiarygodne źródło informacji, które pozwoli na uwzględnienie faktycznej struktury finansowania OPL, bowiem sprawozdania finansowe OPL corocznie podlegają audytowi finansowemu. Zdaniem Prezesa UKE, struktura księgowa stanowi odzwierciedlenie rzeczywistych zdarzeń gospodarczych, jakie zaszły na przestrzeni roku obrotowego w przedsiębiorstwie OPL. Prezes UKE zwraca także uwagę, iż wskaźnik WACC, jest kalkulowany corocznie, dlatego kalkulacja wskaźnika WACC uwzględniającego ww. proporcje zaangażowanego kapitału zapewni porównywalność wskaźnika rok do roku. Ponadto, także konieczność corocznej kalkulacji przez Prezesa UKE wysokości wskaźnika WACC powoduje, iż zmiany w proporcji kapitałów w zależności

<sup>39</sup>źródło: K. Kowalska, Długoterminowe decyzje w zakresie finansów przedsiębiorstw na przykładzie przedsiębiorstwa w branży produkcji metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń. Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, <http://docplayer.pl/9072057-Katarzyna-kowalska-uniwersytet-ekonomiczny-we-wroclawiu.html>.

<sup>40</sup>źródło: dr hab. Zofia Wyszowska, Kapitał finansowy w przedsiębiorstwach. Katedra Ekonomiki, Organizacji i Zarządzania w Gospodarce Żywnościowej Akademii Techniczno-Rolniczej w Bydgoszczy, <https://www.google.pl/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=Dr+hab.+Zofia+Wyszowska.+Kapita%C5%82+finansowy+w+przedsi%C4%99biorstwach.+Katedra+Eko+nomiki%2C+Organizacji+i+Zarz%C4%85dzania+w+Gospodarce+%C5%BBBywno%C5%9Bciowej+Akademii+Techniczno-Rolniczej+w+Bydgoszczy.>

od zmian zasad rachunkowości (zwykle w cyklach rocznych), są uwzględniane w kalkulacji wysokości wskaźnika WACC. Zatem, ww. minusy metody bilansowej nie mają znaczenia w świetle corocznej aktualizacji wysokości wskaźnika WACC.

Jednocześnie Prezes UKE wskazuje, iż powyższe jest spójne z podejściem rekomendowanym przez OPL w pkt 2 Stanowiska OPL z dnia 9 listopada 2016 r., zgodnie z którym kapitał własny składa się z bilansowego kapitału własnego OPL, a kapitał obcy z całości zobowiązań bilansowych. W Stanowisku OPL z dnia 9 listopada 2016 r., OPL wskazała, iż podejście to zakłada podział całości pasywów bilansowych bez wykluczenia jakichkolwiek jego składowych, gdzie udziały poszczególnych kapitałów określone są proporcjonalnie do ich wielkości. Podejście to jest w ocenie OPL w pełni transparentne, ponieważ pozwala na określenie wskaźników od sprawozdania finansowego, bez wnikania w ich wewnętrzny charakter. Na podstawie poddanych audytowi danych bilansowych OPL za rok 2015 udział kapitału własnego (E) określonego ww. metodą kształtuje się na poziomie 50,85%, a udział kapitału obcego na poziomie 49,15%. Zgodnie z przedstawionym na wstępie wzorem wyliczenia wskaźnika WACC, kapitał własny OPL, czyli parametr (E) wynosi 11 779 mln zł zaś kapitał obcy, czyli parametr (D) kształtuje się na poziomie 11 385 mln zł.

Następnie w Stanowisku OPL z dnia 1 marca 2017 r. przedstawiono analogiczne podejście do wyznaczenia struktury kapitału OPL na podstawie aktualnych wartości kapitału za rok 2016 r. Zgodnie z tymże Stanowiskiem udział kapitału własnego w strukturze kapitału OPL wynosi 44,38%, zaś kapitału obcego 55,62% co odpowiada przyjętym przez Prezesa UKE obliczeniom.

## **1.2 Koszt kapitału własnego ( $r_e$ )**

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

$$\text{Koszt kapitału własnego } (r_e) = \text{stopa wolna od ryzyka } (r_f) + \text{Beta } (\beta) \times \text{premia za udostępnienie kapitału własnego } (ERP)$$

Po podstawieniu do powyższego wzoru wartości parametrów  $r_f$ , Beta oraz ERP, których sposób obliczenia oraz konkretne wartości zostały zaprezentowane szczegółowo poniżej, w kolejnych sekcjach uzasadnienia niniejszej decyzji, koszt kapitału własnego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 10,29%. Wartość ta została przyjęta do wyznaczania wysokości wskaźnika WACC co zostało szczegółowo zaprezentowane w Tabeli nr 10.

### **1.2.1 Stopa wolna od ryzyka**

Stopa wolna od ryzyka jest oczekiwaną stopą zwrotu z aktywów, które w teorii nie są obciążone ryzykiem w ogóle, tj. którego oczekiwane zyski są pewne. W praktyce natomiast, nie jest możliwe znalezienie inwestycji, które są wolne od ryzyka. Jednak za wartość stopy wolnej od ryzyka przyjmuje się stopę rentowności obligacji Skarbu Państwa uznawanych za aktywa obciążone możliwie najniższym ryzykiem inwestycyjnym.

W myśl dokumentu opublikowanego przez IRG, przywołanego we wcześniejszych sekcjach niniejszej decyzji, podczas definiowania stopy wolnej od ryzyka, należy wybrać właściwy rynek, który może być ograniczony do rynku krajowego, choć obligacje rządowe innego państwa, mogą być również używane. Wybór właściwego rynku musi być zgodny z rynkiem rozpatrywanym przy szacowaniu innych parametrów.

Następnie powinien zostać określony termin zapadalności obligacji rządowych. Wybór może być oparty na:

a) horyzoncie inwestycyjnym: biorąc pod uwagę, iż inwestorzy spodziewają się być wynagradzani za podejmowanie długoterminowych inwestycji. W związku z tym, stopa wolna od ryzyka powinna odzwierciedlać oczekiwania inwestorów w branży w danym okresie czasu,

b) horyzoncie planowania: biorąc pod uwagę średnią żywotność grupy aktywów składających się na projekt inwestycyjny, który jest oceniany. Jest to zasada racjonalnego zarządzania finansami - pomiar zobowiązań długoterminowych wobec aktywów o długookresowej perspektywie inwestycyjnej. W takich okolicznościach, dopasowując czas „życia” aktywów do wolnych od ryzyka przepływów pieniężnych należy mówić o użyciu okresu co najmniej 10 lat,

c) horyzoncie czasowym odpowiadającym okresowi przeglądu regulacyjnego: biorąc pod uwagę adekwatność okresu przeglądu regulacyjnego do inwestycji w sektorze, którego dotyczy kalkulacja wskaźnika WACC.

Mając na uwadze powyższe, Prezes UKE zastosował koncepcję odpowiadającą ww. horyzontowi inwestycyjnemu. Zgodnie z tym podejściem okres zapadalności obligacji przyjmowanych do obliczeń powinien być jak najbardziej zbliżony do okresu zwrotu z inwestycji. Za najbardziej odpowiednie Prezes UKE uznał wtedy 10 letnie obligacje skarbowe charakteryzujące się odpowiednio długim okresem zwrotu, odpowiadającym inwestycjom w telekomunikacji oraz znaczną płynnością finansową, tj. zdolnością do szybkiej, łatwej i bez nadmiernej straty, zamiany tych aktywów na środki pieniężne. Następnie, jeśli chodzi o ilość obserwacji (tj. liczbę przetargów na obligacje skarbowe prowadzonych przez Ministerstwo Finansów), Prezes UKE wziął pod uwagę okres całego roku, tym samym wartość stopy wolnej od ryzyka uwzględniła zmienność wartości tego parametru w całym roku 2016. W Decyzji WACC wartość stopy wolnej od ryzyka została określona w wysokości średniej z przetargów obligacji skarbowych w całym roku 2016.

Mając na uwadze, iż działalność regulowana prowadzona przez OPL zlokalizowana jest na terenie Polski do wyznaczenia wskaźnika WACC została zastosowana wartość stopy wolnej od ryzyka charakterystyczna dla polskich dłużnych papierów wartościowych. Za wartość stopy wolnej od ryzyka w Polsce przyjmuje się stopę rentowności polskich długoterminowych obligacji Skarbu Państwa uznawanych za aktywa obciążone możliwie najniższym ryzykiem inwestycyjnym.

Prezes UKE przyjął zatem jako wartość stopy wolnej od ryzyka stopę rentowności polskich 10 letnich obligacji Skarbu Państwa charakteryzujących się stałym oprocentowaniem, uznawanych za aktywa obciążone możliwie najniższym ryzykiem inwestycyjnym.

Jak zostało wskazane powyżej, okres zapadalności obligacji przyjmowanych do obliczeń powinien być jak najbardziej zbliżony do okresu zwrotu z inwestycji w branży telekomunikacyjnej. Z tego względu za najbardziej odpowiednie, Prezes UKE przyjął 10 letnie obligacje skarbowe charakteryzujące się odpowiednio długim okresem zwrotu, odpowiadającym inwestycjom w telekomunikacji oraz znaczną płynnością finansową. Należy wskazać, iż w zakładce „obligacje hurtowe”<sup>41</sup>, na swojej stronie internetowej Ministerstwo Finansów zamieszcza informacje na temat rentowności obligacji obliczaną na podstawie ceny minimalnej, ceny maksymalnej oraz ceny średniej. W tym względzie, Prezes UKE przyjął średnią minimalną rentowność 10 letnich obligacji o stałym oprocentowaniu.

---

<sup>41</sup>źródło: <http://www.finance.mf.gov.pl/pl/web/wp/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/baza-transakcji>.

Kolejną kwestią do rozważenia przy określaniu stopy wolnej od ryzyka jest ilość obserwacji (przetargów na obligacje skarbowe prowadzonych przez Ministerstwo Finansów), które należy wziąć pod uwagę. W związku z tym wartość stopy wolnej od ryzyka powinna uwzględniać zmienność wartości średniej rentowności obligacji w dłuższym okresie np. całego roku.

Zdaniem Prezesa UKE, przy określaniu stopy wolnej od ryzyka należy wziąć pod uwagę dłuższy okres, aby zapobiec przypadkowości zastosowanych danych. Mając na uwadze powyższe, w niniejszej sprawie Prezes UKE zastosował najbardziej aktualne, dostępne dane z 2016 r. Ponieważ liczba przetargów na obligacje 10 letnie w roku 2016 wynosiła 13 (trzynaście), to w oparciu o tę liczbę przetargów została ustalona rentowność średnia 10 letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Dodatkowo, Prezes UKE wskazuje, iż wyznaczając stopę wolną od ryzyka, przyjął wolumen łącznej sprzedaży oraz odkupu dla wszystkich ww. (13) transakcji z 2016 roku jako wagi uśrednienia oprocentowania. Powyższe rozwiązanie pozwala otrzymać miarodajną wartość rentowności.

Mając zatem na uwadze wyżej przedstawione wartości i założenia stopa wolna od ryzyka została określona przez Prezesa UKE w wysokości średniej ważonej rentowności z 13 (trzynastu) przetargów obligacji skarbowych w roku 2016, która wyniosła 2,98%. Należy w tym miejscu podkreślić, że podejście OPL zaprezentowane w Stanowisku OPL z dnia 9 listopada 2016 r. oraz w Stanowisku z dnia 1 marca 2017 r. w zakresie wyznaczania stopy wolnej od ryzyka, jest zbieżne z wyżej omówionym podejściem zaproponowanym przez Prezesa UKE i zakłada przyjęcie jej wartości na poziomie 2,98%.

**Tabela nr 4.** Wyniki przetargów 10 letnich polskich obligacji skarbowych – seria DS0726 o stałym oprocentowaniu – średnia ważona rentowność dane z 2016 r.

Lp.	Seria	Data transakcji	Rentowność minimalna [%]	Sprzedaż/Odkup łącznie [mln PLN]
1	DS0726	2016-02-04	3,168%	3 863,000
2		2016-02-04	3,168%	503,000
3		2016-03-03	3,014%	5 085,492
4		2016-03-03	3,014%	501,000
5		2016-04-07	2,896%	4 435,558
6		2016-04-07	2,896%	160,000
7		2016-05-05	3,134%	2 938,900
8		2016-06-09	3,050%	3 055,500
9		2016-06-09	3,050%	257,220
10		2016-07-07	2,923%	2 657,850
11		2016-08-18	2,704%	2 158,750
12		2016-09-01	2,791%	3028,000
13		2016-09-01	2,791%	302,000
Średnia ważona rentowność obligacji			2,98%	

**źródło:** Ministerstwo Finansów - Baza transakcji - bony i obligacje hurtowe.

### 1.2.2 Premia za udostępnienie kapitału własnego – Equity Risk Premium (ERP)

Premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego ERP, stanowi różnicę pomiędzy oczekiwanym zwrotem z zaangażowanego na zewnątrz kapitału, a spodziewanym zwrotem z inwestycji w papiery wartościowe nie obciążone ryzykiem. Premia za udostępnienie kapitału własnego jest definiowana jako dodatkowa stopa zwrotu, którą inwestor oczekuje uzyskać jako rekompensatę za dodatkowe ryzyko w stosunku do inwestycji w aktywa wolne

od ryzyka. Premia za udostępnienie kapitału własnego, wykorzystywana do kalkulacji kosztu kapitału, powinna być odzwierciedleniem oczekiwań inwestorów.

W tym kontekście warto zauważyć, iż w niektórych badaniach stosuje się premię za ryzyko w ujęciu *ex post* dla oszacowania przyszłej premii za ryzyko, natomiast w innych dla tego celu stosuje się premię za ryzyko w sensie *ex ante*. Premię za ryzyko rynkowe oblicza się, odejmując od stopy zwrotu z portfela rynkowego stopę wolną od ryzyka. Jednak z powodu dużej zmienności indeksów uznaje się, że metoda ta jest mało miarodajna<sup>42</sup>.

Prezes UKE zwraca jednak uwagę, że większość polskich przedsiębiorstw nie działa już tylko na rynku krajowym, lecz także europejskim, a niektóre działają na rynku globalnym. Polska obecnie traktowana jest jako dojrzały rynek kapitałowy, co przejawia się między innymi w fakcie, że dyskontuje on negatywne wydarzenia często już po zapowiedzi ich wystąpienia co znajduje swe odzwierciedlenie na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dojrzewanie rynku kapitałowego to także wyższy poziom świadomości inwestycyjnej społeczeństwa, które coraz częściej samo poszukuje możliwości inwestycyjnych, bez pośrednictwa instytucji finansowych takich jak fundusze. Z uwagi na powyższe okoliczności, w ocenie Prezesa UKE właściwe będzie zastosowanie niezależnego i obiektywnego podejścia do oceny ryzyka i kalkulacji premii z tego tytułu. W tym względzie na potrzeby niniejszej decyzji Prezes UKE postanowił ponownie skorzystać z informacji publikowanych na stronie prof. Aswatha Damodarana<sup>43</sup>, gdzie zawarte są kalkulacje dotyczące szerokiej listy wskaźników finansowych, w tym ERP, dla rynków kapitałowych z różnych regionów świata. We wskazanym źródle, Damodaran szacuje premię za ryzyko specyficzną dla danego kraju wykorzystując przy tym ogólnodostępne informacje takie jak m. in. rating danego kraju, rentowność obligacji tego kraju oraz rentowność obligacji dojrzałych rynków kapitałowych.

Według agencji ratingowej Moody's, ocena ratingowa Polski wynosi A2<sup>44</sup>, co odpowiada 85 punktom bazowym według prof. A. Damodarana. Odzwierciedleniem większego ryzyka inwestycji w Polsce jest właśnie niższy rating. Skalę ratingową stosowaną przez Moody's przedstawia tabela poniżej.

**Tabela nr 5.** Skala ratingowa Moody's

Rating <sup>45</sup>	Punkty bazowe
A1	70
A2	85
A3	120
Aa1	40
Aa2	50
Aa3	60

<sup>42</sup>źródło: Dr Bartosz Kurek. Premia za ryzyko na rynku kapitałowym – kontrowersje metrologiczne. Uniwersytet ekonomiczny w Krakowie.

<sup>43</sup>źródło: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html), Country Default Spreads and Risk Premiums.

<sup>44</sup>Wysoka zdolność emitenta do wywiązywania się z podjętych zobowiązań przy jednoczesnej wrażliwości na niekorzystne warunki zewnętrzne, źródło: <http://www.investopedia.com/terms/a/a-a2.asp>.

<sup>45</sup>Rating - to ocena ryzyka, która jest istotna przy każdym rodzaju inwestycji. Określa zdolność danego podmiotu kraju, miasta, samorządu czy firmy – do obsługi swojego zadłużenia. Dla wielu inwestorów odgrywa ważną rolę przy podejmowaniu decyzji o zaangażowaniu środków w określoną operację, źródło: artykuł „Co to jest Rating i dlaczego jest ważny”. [GazetaPrawna.pl](http://GazetaPrawna.pl).

Aaa	0
B1	450
B2	550
B3	650
Ba1	250
Ba2	300
Ba3	360
Baa1	160
Baa2	190
Baa3	220
Ca	1200
Caa1	750
Caa2	900
Caa3	1000

**źródło:** strona internetowa Damodaran On – Line.

Według Damodaran On – Line premia za ryzyko dla rynków dojrzałych w wysokości 5,69 % została powiększona o premię wynikającą z ratingu Polski: 1,21%, co daje premię za ryzyko dla Polski na poziomie 6,9%. Należy wskazać, iż powyższe podejście, jest uzasadnione relatywnie krótkim okresem istnienia polskiego rynku kapitałowego oraz brakiem reprezentacji na rynku giełdowym wielu kluczowych dziedzin polskiej gospodarki. Zakłada się, że ERP powinno być liczone dla jak najdłuższych okresów, nawet dla okresu 50 lat<sup>46</sup>, bowiem przyjęcie krótszych okresów badawczych może podważać wiarygodność uzyskanych wyników. Z uwagi na powyższe, zasadne jest określenie premii za ryzyko dla Polski na podstawie premii za ryzyko dla rynku spółek z indeksu S&P 500<sup>47</sup>. Do kalkulacji wskaźnika WACC dla OPL, Prezes UKE przyjął wartość ERP w wysokości 6,9% (dane ze stycznia 2017 r.) wyznaczonej przez prof. Aswatha Damodarana.

**Tabela nr 6.** Premia za ryzyko ERP

Kraj	Rating	Premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego
Polska	A2	6,9%

**źródło:** strona internetowa Damodaran On – Line.

OPL, w Stanowisku OPL z dnia 9 listopada 2016 r. oraz w Stanowisku z dnia 1 marca 2017 r., również wskazała jako właściwe posłużenie się wartością ERP opublikowaną na stronie internetowej Damodaran On – Line. Stanowisko z dnia 1 marca 2017 r. bierze pod uwagę wartość opublikowaną w styczniu 2017 r. (6,9%).

### 1.2.3 Wskaźnik Beta ( $\beta$ )

Współczynnik Beta jest miernikiem ryzyka systematycznego ponoszonego przez właścicieli kapitału. Współczynnik ten uwzględnia ryzyko operacyjne oraz ryzyko finansowe związane z daną działalnością. Współczynnik Beta mierzy relację zmienności stopy zwrotu z danego

<sup>46</sup> Andersen Management International A/A, Estimating the cost of capital for fixe and mobile SMP operator In Sweden, July 2003, źródło: [https://www.pts.se/upload/Documents/SE/WACC\\_report\\_samrad\\_prissattning\\_Teracom\\_feb07.pdf](https://www.pts.se/upload/Documents/SE/WACC_report_samrad_prissattning_Teracom_feb07.pdf).

<sup>47</sup> W skład indeksu wchodzi największe spółki z amerykańskich giełd NYSE oraz Nasdaq.

waloru w stosunku do zmienności rynkowej stopy zwrotu (reprezentowanej przez wybrany indeks giełdowy).

Relacja ta polega na określeniu zależności pomiędzy stopą zwrotu z inwestycji w dane przedsiębiorstwo (w tym przypadku OPL), a stopą zwrotu z portfela rynkowego, czyli inwestycji w inne przedsiębiorstwa lub instrumenty finansowe na rynku.

Wskaźnik Beta przyjmuje w praktyce różne wielkości, które interpretuje się następująco:

- jeśli  $\beta = 1$ , to stopa zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki zmienia się (tzn. rośnie lub spada) tak samo jak stopa zwrotu z portfela rynkowego; innymi słowy mówiąc, wzrost (lub spadek) indeksów giełdowych o np. 10% powoduje wzrost (lub spadek) wartości akcji danej spółki także o 10%; zatem ryzyko inwestowania w kapitał własny danej spółki jest takie samo jak ryzyko rynkowe,
- jeśli  $0 < \beta < 1$ , wówczas stopa zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki zmienia się wolniej niż stopa zwrotu z portfela rynkowego; zatem ryzyko inwestowania w kapitał własny danej spółki jest mniejsze niż ryzyko inwestowania na rynku kapitałowym,
- jeśli  $\beta > 1$ , wtedy stopa zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki zmienia się bardziej niż stopa zwrotu z portfela rynkowego; innymi słowy mówiąc, wzrost (lub spadek) indeksów giełdowych powoduje większy wzrost (lub spadek) wartości akcji danej spółki; zatem ryzyko inwestowania w kapitał własny danej spółki jest większe od ryzyka rynkowego,
- jeśli  $\beta < 0$ , oznacza to, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki zmienia się odwrotnie w stosunku do zmian sytuacji na rynku kapitałowym; czyli jeśli następuje wzrost wielkości indeksów giełdowych, to w tym samym czasie obniża się wartość akcji danej spółki, i odwrotnie; mamy wówczas do czynienia z najwyższym ryzykiem inwestycyjnym, bowiem w długim okresie indeksy giełdowe cechują się wzrostami, co oznaczałoby, że wartość stopy zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki z betą ujemną jest coraz mniejsza.

Prezes UKE postanowił zobiektywizować metodę wyznaczania wskaźnika Beta, poprzez przyjęcie wskaźnika Beta z ogólnie dostępnego i niewymagającego subskrypcji źródła. W celu ustalenia wartości wskaźnika Beta dla branży telekomunikacyjnej Prezes UKE odwołał się ponownie do danych publikowanych przez prof. Aswatha Damodarana, który publikuje informacje na temat wartości wskaźnika Beta dla firm reprezentujących różne branże, w tym telekomunikacyjną. Wysokość wskaźnika Beta dla usług telekomunikacyjnych w Europie określił on na podstawie danych 87 firm i ustalił go na poziomie 0,54 (tzw. Beta bez dźwigni). W kolejnym etapie ustalenia wskaźnika Beta odlewarowaną wartość Bety zalewarowano dźwignią opartą na strukturze kapitału i stopie podatkowej.

**Tabela nr 7. Wartość wskaźnika Beta**

Branża	Liczba firm <sup>48</sup>	Beta bez dźwigni <sup>49</sup>	Beta z dźwignią <sup>50</sup>
Usługi Telekomunikacyjne	87	0,54	1,09

Betę z dźwignią podaną w tabeli nr 7. Obliczono zgodnie z poniższym wzorem:

$$\text{Beta z dźwignią} = \text{Beta bez dźwigni} * (1 + (1 - T) * D/E)$$

<sup>48</sup> źródło: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>.

<sup>49</sup> źródło: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>.

<sup>50</sup> źródło: "Praktyczne zasady wyceny spółek giełdowych", Miłosz Papst, - wydruk ze strony internetowej Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.<sup>50</sup>



gdzie:

T - stawka podatku;

D - kapitał obcy;

E - kapitał własny.

Ze względu na fakt, iż wyznaczona w powyższy sposób wartość wskaźnika charakteryzuje się oparciem na danych historycznych, powszechnie zalecane jest dokonanie jego korekty tzw. współczynnikiem Blume'a, który stanowi pewną przyszłościową estymację współczynnika Beta. Podejście to, zostało wykorzystane już wcześniej przez Prezesa UKE w Decyzji WACC i jest kontynuowane w niniejszej decyzji.

W tym celu wykorzystywany jest następujący wzór:

$$Beta(\beta_1) = 0,371 + 0,635 \times \text{współczynnik Beta historyczny } (\beta_0)$$

gdzie:

**Beta ( $\beta_0$ )** - oznacza współczynnik Beta historyczny (1,09) uwzględniający finansowanie zewnętrzne (tzw. Beta z dźwignią), ponieważ OPL dla największych inwestycji pozyskuje kapitał z pożyczek od podmiotów zewnętrznych;

**Beta ( $\beta_1$ )** – odzwierciedla przewidywany współczynnik Beta.

Po przeprowadzeniu kalkulacji zgodnie z powyższym wzorem Blume'a, ostateczna wartość wskaźnika Beta, która powinna zostać przyjęta do obliczenia wartości wskaźnika WACC, wynosi 1,06.

OPL w Stanowisku OPL z dnia 9 listopada 2016 r. wskazała, jako właściwe posłużenie się wartością Beta na poziomie 1,08 wskazując jako źródło publikację prof. Aswatha Damodarana. Podejście OPL odbiega od podejścia Prezesa UKE, gdyż nie uwzględnia lewarowania strukturą kapitału OPL.

Następnie w Stanowisku OPL z dnia 1 marca 2017 r. OPL uznała za właściwe przyjęcie wskaźnika beta w wysokości 1,13 jako aktualnej wartości dla sektora „Telecom Equipment” opublikowanej przez prof. Aswatha Damodarana. W ocenie Prezesa UKE właściwe jest wzięcie pod uwagę wartości bety niezalewarowanej („Unlevered beta”) dla sektora „Telecom Services” i jej zalewarowanie za pomocą struktury kapitału OPL. Wskaźnik WACC używany jest do kalkulacji kosztów usług, dlatego Prezes UKE przyjął do obliczeń wartość współczynnika Beta dla „Telecom Services” (sektora usług telekomunikacyjnych), uznając zaproponowane przez OPL użycie Bety „Telecom Equipment” (odnoszącej się do sektora sprzętu telekomunikacyjnego) za nieuzasadnione.

#### 1.2.4. Podsumowanie wyliczenia kosztu kapitału własnego

Biorąc pod uwagę wskazane powyżej dane, po dokonaniu obliczeń zgodnie z przedstawionym w pkt 1.2 wzorem należy stwierdzić, iż koszt kapitału własnego wynosi 10,29%.

$$\text{Koszt kapitału własnego } (r_e) = \text{stopa wolna od ryzyka } (r_f) \times \text{Beta} \times \text{ERP}$$

$$\text{Koszt kapitału własnego } (r_e) = 2,98\% + 1,06 \times 6,9\% = 10,29\%$$

#### 1.3 Koszt kapitału obcego ( $r_d$ )

Koszt kapitału obcego to koszt, jaki przedsiębiorstwo musi ponieść przy korzystaniu z zewnętrznego finansowania. Koszt ten determinowany jest przez dwa czynniki: stopę wolną od ryzyka i premię za ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału w określoną działalność gospodarczą. W formule kalkulacji wskaźnika WACC koszt kapitału obcego wyrażony jest

przez sumę stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego, co wyraża poniższy wzór:

$$\text{Koszt kapitału obcego (rd)} = \text{stopa wolna od ryzyka (rf)} + \text{premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla spółki i (DP)}$$

gdzie:

$r_d$  – koszt kapitału obcego;

$r_f$  – stopa wolna od ryzyka;

$DP_i$  - premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla spółki i.

### 1.3.1 Premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego (DP)

Premia za ryzyko rynkowe to średnia stopa zwrotu ponad stopę wolną od ryzyka wymagana przez akcjonariuszy w długim horyzoncie inwestycyjnym. W literaturze napotyka się szereg metod analizy wspomnianej premii, chociażby ze względu na ujęcie historyczne (*ex post*) czy przyszłościowe (*ex ante*). Dodatkowo, badania instytutów naukowych różnią się zakresem czasowym uwzględnionym w analizie historycznej premii za ryzyko rynkowe<sup>51</sup>.

Premia za ryzyko stanowi rekompensatę dla OPL w związku z ryzykiem, jakie niesie ze sobą zaciągnięcie kredytu, a także ryzyko na wypadek utraty płynności finansowej.

Premia za ryzyko zaangażowania kapitału obcego DP odzwierciedla element ryzyka związanego z zaangażowaniem kapitału, co jest związane z pozycją przedsiębiorcy na rynku kapitałowym. Ze względu na trudności praktyczne w oszacowaniu wartości premii, która jest specyficzna dla danego przedsiębiorstwa, Prezes UKE skorzystał ze wskaźnika DP, oszacowanego dla OPL uznając, że najbardziej obiektywnym źródłem danych do oszacowania premii za ryzyko będą aktualnie dostępne wyceny tego wskaźnika dla OPL dokonane przez domy maklerskie.

W celu oszacowania premii dla OPL wybrano najnowsze publicznie dostępne raporty analityczne dotyczące OPL. Wielkości premii za ryzyko zawarte w raportach przedstawia poniższe zestawienie.

**Tabela nr 8.** Wartość DP przyjmowana dla OPL przez biura maklerskie i banki

Dom inwestycyjny	Data publikacji	Premia za ryzyko kredytowe
Dom Maklerski PKO BP <sup>52</sup>	8 czerwca 2016 r.	1,5%
Dom Maklerski PKO BP	14 grudnia 2016 r.	1,5%

**źródło:** opracowanie własne UKE na podstawie raportów publikowanych przez domy maklerskie.

Dysponując powyższymi danymi, Prezes UKE do oszacowania premii za ryzyko kredytowe przyjął 1,5%.

OPL w Stanowisku OPL z dnia 9 listopada 2016 r. wskazała, jako właściwe posłużenie się wartością DP na poziomie 1,00% jako wartością uwzględniającą, zdaniem OPL, spadek niepewności po zakończeniu aukcji LTE. Mając na uwadze powyższe, należy wskazać, iż Prezes UKE nie posiada źródeł uzasadniających przyjętą przez OPL wartość DP na poziomie 1%, zaś publicznie dostępne informacje wskazują, iż DP kształtuje się

<sup>51</sup> źródło: [https://uke.gov.pl/files/?id\\_plik=14648](https://uke.gov.pl/files/?id_plik=14648).

<sup>52</sup> Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna Oddział – Dom Maklerski.

na poziomie 1,5%. Prezes UKE uznał zatem, iż parametr DP w wysokości 1,5% (jako najbardziej aktualny i publicznie dostępny) powinien zostać przyjęty do określenia wysokości wskaźnika WACC na 2018 r.

Następnie w Stanowisku z dnia 1 marca 2017 r. OPL za słuszne wskazała przyjęcie DP na poziomie 1,5 %, jako wartości pochodzącej z analiz Domu Maklerskiego PKO BP, włączonych w materiał dowodowy postępowania, co jest podejściem zgodnym z przyjętym przez Prezesa UKE.

### **1.3.2 Podsumowanie wyliczenia kosztu kapitału obcego**

Przy założeniu prezentowanej w dalszej części decyzji wartości premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla OPL w wysokości 1,5% oraz wartości stopy wolnej od ryzyka 2,98%, o której mowa w punkcie 1.2.1 niniejszej decyzji, do kalkulacji wskaźnika WACC przyjęto koszt kapitału obcego w wysokości 4,48%.

### **1.4 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.

### **1.5. Premia za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych**

Należy podkreślić, iż Prezes UKE nałożył na OPL w Decyzji SMP 5 – 2014 obowiązek, o którym mowa w art. 34 ust. 1 i ust. 2 Pt, polegający na uwzględnianiu uzasadnionych wniosków przedsiębiorców telekomunikacyjnych o zapewnienie im dostępu telekomunikacyjnego w tym użytkowania elementów sieci oraz udogodnień towarzyszących, celem korzystania z hurtowych usług dostępu szerokopasmowego – zarówno w oparciu o technologię miedzianą, jak i technologię światłowodową. Ponadto, w Decyzji SMP 5 – 2014, Prezes UKE nałożył na OPL obowiązek z art. 39 ust. 1 Pt, tj. obowiązek kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego – zarówno w oparciu o technologię miedzianą, jak i technologię światłowodową – według metody zorientowanych przyszłościowo długookresowych kosztów przyrostowych (LRIC), według zatwierdzonego przez Prezesa UKE opisu kalkulacji kosztów, co skutkuje koniecznością prowadzenia przez OPL kalkulacji kosztów usług realizowanych na podstawie infrastruktury miedzianej, a także infrastruktury światłowodowej.

Mając na uwadze powyższe należy w tym miejscu wyjaśnić, że 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. Tymczasem infrastruktura miedziana już istnieje, nie jest przedmiotem nowych inwestycji, a w konsekwencji świadczenie usług z jej wykorzystaniem nie jest obarczone takim ryzykiem

jak usługi realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej. Zatem czynnik wpływający na wysokość wskaźnika WACC, jakim jest premia za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, nie będzie miał zastosowania do usług realizowanych przy zastosowaniu infrastruktury miedzianej.

Przechodząc do wyjaśnienia kwestii przyznania premii za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych należy wskazać, iż Zalecenie NGA odnosi się do zasad ustalania cen i ryzyka związanego z podejmowanymi inwestycjami zarówno w budowę sieci nowej generacji opartych na infrastrukturze światłowodowej, jak również miedzianych pętli i podpętli abonenckich, zaś w przypadku inwestycji w infrastrukturę światłowodową, Zalecenie NGA wskazuje, iż właściwe jest uwzględnienie dodatkowego ryzyka związanego z tymi przedsięwzięciami. Zgodnie bowiem z treścią pkt 4 Załącznika nr 1 Zalecenia NGA: *„Ustalając ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych pętli abonenckich, krajowe organy regulacyjne powinny uwzględniać wyższą premię za ryzyko odpowiadającą ewentualnemu dodatkowemu i wymiernemu ryzyku inwestycyjnemu ponoszonemu przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej”*.

W myśl Zalecenia NGA ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy zrównoważyć za pomocą premii za ryzyko uwzględnione w koszcie kapitału. Zwrot z kapitału dopuszczony *ex ante*, w przypadku inwestycji w sieci dostępne oparte na infrastrukturze światłowodowej, powinien zapewniać równowagę pomiędzy, z jednej strony, zapewnieniem odpowiednich bodźców inwestycyjnych dla przedsiębiorstw (co oznacza wystarczająco wysoką stopę zwrotu) a z drugiej strony promowaniem efektywności alokacyjnej, zrównoważonej konkurencji i maksymalnych korzyści dla konsumentów (co oznacza stopę zwrotu, która nie jest nadmiernie wysoka). W tym celu, w myśl Zalecenia NGA, w okresie zwrotu inwestycji krajowe organy regulacyjne powinny, jeśli jest to uzasadnione, uwzględniać dodatek odzwierciedlający ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową podczas kalkulacji wskaźnika WACC.

Zalecenie NGA wskazuje, iż do ustalenia wartości wskaźnika WACC dla inwestycji w infrastrukturę światłowodową, należy uwzględniać dodatkową premię za ryzyko. Główna koncepcja Zalecenia NGA skupia się na promowaniu efektywnych inwestycji oraz innowacji w zakresie nowej i zmodernizowanej infrastruktury, z należyтым uwzględnieniem ryzyka ponoszonego przez wszystkie inwestujące przedsiębiorstwa oraz potrzeby utrzymania skutecznej konkurencji, która jest istotnym i długofalowym bodźcem inwestycyjnym.

Jak wskazuje Zalecenie NGA, krajowi regulatorzy muszą dopilnować, aby:

- ceny dostępu odzwierciedlały koszty rzeczywiście ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej, z należyтым uwzględnieniem poziomu ryzyka inwestycyjnego,
- ustalając cenę dostępu do miedzianych podpętli, nie powinno się stosować profilu ryzyka innego niż w przypadku infrastruktury miedzianej,
- w przypadku inwestycji w niepoddające się odtworzeniu zasoby fizyczne, takie jak infrastruktura techniczna, które nie są związane wyłącznie z wprowadzeniem sieci dostępu nowej generacji opartej na infrastrukturze światłowodowej, nie należy uważać ich profilu ryzyka za inny niż w przypadku istniejącej infrastruktury miedzianej,
- do celów ustalenia cen dostępu koszt kapitału operatora o znaczącej pozycji rynkowej powinien odzwierciedlać ryzyko inwestycyjne w stosunku do obecnych sieci miedzianych, krajowi regulatorzy powinni również należycie uwzględnić dodatkowe i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji

rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych pętli abonenckich.

Zgodnie z Zaleceniem NGA, operator, który świadczy usługi oparte na infrastrukturze światłowodowej, a więc poczynił inwestycje w sieć nowej generacji powinien uwzględniać następujące czynniki niepewności<sup>53</sup>:

- 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 i/lub sieci przewodowych; oraz
- niepewność makroekonomiczną.

W Zaleceniu NGA Komisja Europejska (KE) przyznaje, że inwestycje w aktywną infrastrukturę światłowodową są ryzykowne ze względu na znaczną niepewność co do przyszłego popytu, kosztów wdrożenia, postępu technologicznego, konkurencji i niepewności makroekonomicznej. W świetle powyższego, biorąc pod uwagę wysokie koszty inwestycji w infrastrukturę światłowodową, zwrot kosztów tych inwestycji może być znacznie przesunięty w czasie.

Przegląd rynku europejskiego wskazuje, że jest kilku regulatorów, którzy dokonali wyraźnego podwyższenia dodatku do premii za ryzyko w zakresie inwestycji w sieci dostępowe oparte na infrastrukturze światłowodowej.

Poniższa tabela podsumowuje publicznie dostępne szacunki premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową. Na podstawie analizy przeprowadzonej przez Prezesa UKE, w oparciu o dane uzyskane od innych regulatorów zidentyfikowano, że wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową jest uwzględniana w 10 krajach, wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową kształtuje się w przedziale od 0,2% do 4,81%.

**Tabela nr 9.** Premia za ryzyko NGA<sup>54</sup>

KRAJ	PREMIA ZA RYZYKO NGA (stan na styczeń 2016 r.)	PREMIA ZA RYZYKO NGA (stan na listopad 2016 r.)
Czechy	3,36%	3,31%
Dania	1,00%	1,00%
Hiszpania	4,81%	4,81%
Finlandia	1,00%	1,00%
Chorwacja	3,63%	3,33%
Holandia	1,1%	1,1%
Węgry	2,70%	2,70%
Niemcy	0,61%	0,2%
Włochy	-	3,2%
Luksemburg	-	0,61%

<sup>53</sup>źródło: Zalecenie Komisji..., jw.

<sup>54</sup> źródło: Opracowanie własne UKE na podstawie informacji od regulatorów krajów UE.

**źródło:** Opracowanie własne UKE na podstawie informacji regulatorów krajów UE.

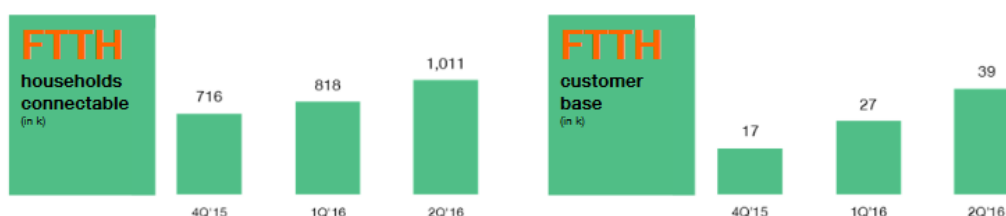
Biorąc pod uwagę wszystkie wskazane wyżej okoliczności Prezes UKE doszedł do wniosku, że przyznanie premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową przy określaniu wskaźnika WACC jest w pełni uzasadnione.

Prezes UKE zwraca uwagę, iż stosowana dotychczas dywersyfikacja wysokości wskaźnika WACC na podstawie Decyzji WACC (poprzez narzut dodatkowej premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową w wysokości 1,25%) miała istotny wpływ na wzrost inwestycji podejmowanych przez OPL w obszarze infrastruktury światłowodowej.

Poniższy wykres wskazuje, w jaki sposób kształtowały się inwestycje w infrastrukturę w pełni światłowodową (wartości przedstawiono w mln zł) oraz jak adekwatnie do poczynionych inwestycji kształtowała się liczba budynków objętych zasięgiem sieci światłowodowej FTTH (wartości w tysiącach) w czwartym kwartale 2015 r. i pierwszych dwóch kwartałach 2016 r.

**Wykres nr 1.** Działania inwestycyjne OPL

### Above 1 million households connectable in fibre



**źródło:** dokument OPL 2 Q 2016<sup>55</sup>.

Biorąc pod uwagę wykazane wyżej okoliczności, z których wprost wynika, że wyliczenie wyższego o 1,25% wskaźnika WACC przy ustalaniu opłat za usługi świadczone z wykorzystaniem technologii światłowodowej przynosi wymierne efekty w postaci nowych inwestycji, które przekładają się następnie na wzrost sprzedaży usług szerokopasmowych należy stwierdzić, iż premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową w postaci wyższego o 1,25% wskaźnika WACC jest wystarczająca jako czynnik motywujący OPL do podejmowania inwestycji w nowoczesne technologie, a jednocześnie umożliwia kształtowanie się opłat w wysokości zapewniającej zwrot uzasadnionych kosztów OPL.

Analizując wysokość ww. premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy bowiem wskazać, iż zbyt wysoka premia za ryzyko inwestycyjne prowadzi bezpośrednio do nieuzasadnionego wzrostu zysków i cen, a także może rodzić w przedsiębiorstwach regulowanych zjawisko przeinwestowania. Ponadto, także zbyt wysoka premia za ryzyko inwestycyjne wpływa na nieuzasadniony, z punktu widzenia odbiorcy, wzrost cen usług, a tym samym zmniejszenie grupy abonentów, której potencjał nabywcy mieści się powyżej progu cenowego. W rezultacie spadek zainteresowania zbyt drogimi usługami prowadzi do wzrostu ryzyka i nie odzyskania kosztów poczynionych inwestycji.

Zatem mając na uwadze powyższe, przyjęcie wysokości premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową na dotychczasowym poziomie tj. 1,25%, (mając na uwadze rachunek ekonomiczny zarówno operatorów alternatywnych (zwanym dalej „OA”), jak i OPL należy uznać jako rozwiązanie optymalne. W ocenie Prezesa UKE, przyjęcie premii

<sup>55</sup>źródło: [http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/OPL-2Q2016-results\\_website.pdf](http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/OPL-2Q2016-results_website.pdf).

za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową na stałym poziomie zapewni stabilizację i pewność regulacyjną dla wszystkich zainteresowanych podmiotów nie prowadząc do wzrostu opłat hurtowych i w konsekwencji cen na rynku detalicznym.

W kontekście powyższego Prezes UKE wskazuje, iż ww. podejście promowania inwestycji w infrastrukturę światłowodową (w technologię FTTH), poprzez uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową powinno być kontynuowane. Należy bowiem wskazać, iż zarówno usługi hurtowe, jak i usługi detaliczne o wysokiej przepływności realizowane na infrastrukturze światłowodowej są w początkowej fazie rozwoju (sprzedaży). Również wciąż jeszcze niska jest podaż innowacyjnych i nowoczesnych usług charakteryzujących się zapotrzebowaniem na szerokie pasmo, przez co OPL ciągle narażona jest na niepewność popytu na te usługi zarówno na poziomie detalicznym, jak i hurtowym.

W tym względzie należy wyjaśnić, iż przepisy prawa nie przewidują metodologii, na podstawie której należy wyznaczyć premię za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową. Należy wskazać, iż także nie została wypracowana jednolita praktyka w tym zakresie wśród krajów w UE zrzeszonych w BEREC. Dlatego też, Prezes UKE przyjął jako punkt odniesienia informacje dotyczące wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej wyznaczonego przez OPL mającego praktyczne zastosowanie przy wyznaczaniu opłat, a także wskaźnika, który przełożył się na wymierne efekty, mając na uwadze postępujące nasycenie technologią światłowodową FTTH.

## 2. Wskaźnik WACC mający zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 5

Przedstawiona wyżej analiza czynników wpływających na wysokość wskaźnika WACC pozwala na uzyskanie ostatecznego wyniku kalkulacji wskaźnika WACC, który przedstawia poniższa tabela.

**Tabela nr 10.** Kalkulacja wysokości wskaźnika WACC dotyczy usług na Rynku 5

Parametr	Wartość w %
Stopa wolna od Ryzyka (rf)	2,98%
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	6,90%
Beta	1,06
Premia za udostępnienie kapitału obcego	1,50%
Podatek dochodowy	19%
Kapitał własny / Kapitał zaangażowany (E/D+E)	44,38%
Kapitał obcy / Kapitał zaangażowany (D/D+E)	55,62%
Koszt kapitału własnego ( $r_e$ )	10,29%
Koszt kapitału obcego ( $r_d$ )	4,48%
Tarcza podatkowa (1-t)	81%
WACC (pre-tax) <sup>56</sup>	8,13%
Premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	1,25%
WACC z premią za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	9,38%

**źródło:** opracowanie własne UKE.

<sup>56</sup> przed podatkiem.

## **2.1 Wskaźnik WACC mający zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 5 OPL, w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej**

Wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową, 1,25% została uwzględniona przez Prezesa UKE jako dodatkowa liczba punktów procentowych do wyniku kalkulacji wskaźnika WACC (pre-tax) w wysokości 8,13%. W rezultacie powyższego działania wartość wskaźnika WACC mająca zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 5, w zakresie w jakim są one realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej została wyznaczona na poziomie 9,38%.

Mając na uwadze fakt, iż zgodnie z Decyzją SMP 5 – 2014 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 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 w odniesieniu usług opartych na infrastrukturze światłowodowej oraz możliwości jej ujęcia przez OPL w kalkulacji usług opartych na sieci nowej generacji.

Wyjaśnienia wymaga, iż wynikiem kalkulacji kosztów jest ustalenie kosztów modelowych elementów sieci. Na podstawie jednostkowych kosztów elementów modelowych możliwe jest ustalenie kosztów 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 na potrzeby kalkulacji kosztów przeprowadzanych w OPL 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 w wysokości 9,38% 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 na obszarze zdefiniowanym w ramach Rynku 5, 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 na obszarze zdefiniowanym w ramach Rynku 5, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie usługi dosyłu sygnału w technologii światłowodowej pomiędzy spliterem 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 na obszarze zdefiniowanym w ramach Rynku 5, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie przełącznicy optycznej.

- „OLT – Dostęp abonencki GPON” – są to wszystkie uzasadnione koszty na obszarze zdefiniowanym w ramach Rynku 5, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę urządzeń OLT w części zależnej od portu dostępowego GPON.

Powyższe, elementy uwzględniające narzut kosztu kapitału, wyznaczonego na podstawie WACC 9,38% posłużą kalkulacji usług realizowanych wyłącznie z wykorzystaniem infrastruktury światłowodowej.

W ocenie Prezesa UKE wartość wskaźnika WACC dla dostępowej sieci światłowodowej na poziomie 9,38% należy uwzględnić dodatkowe i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych pętli abonenckich. Ryzyko to zostało odzwierciedlone w premii zawartej w koszcie kapitału dla odnośnej inwestycji.

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.

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 OA dostępu do innowacyjnych usług świadczonych z wykorzystaniem pętli 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, korzystający z dostępu do infrastruktury światłowodowej OPL, będą mogli świadczyć innowacyjne usługi (wymagające wysokich przepływności) własnym abonentom.

## **2.2 Wskaźnik WACC mający zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 5 OPL, w zakresie, w jakim nie są one realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej**

W pozostałych przypadkach, w tym w zakresie infrastruktury miedzianej, w kalkulacji kosztów stosuje się wskaźnik WACC 8,13%. Jak bowiem wynika z powyższych wyjaśnień wyliczona przez Prezesa UKE premia za ryzyko NGA ma zastosowanie właśnie dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w infrastrukturę światłowodową. Tymczasem infrastruktura miedziana 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.

Należy jednak podkreślić, iż wartość wskaźnika WACC 8,13% odnosi się także do inwestycji stanowiących częściową modernizację istniejących sieci dostępowych (takich jak na przykład

VDSL). W myśl Zalecenia NGA, inwestycje w sieci FTTN<sup>57</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 FTTN/VDSL, a poza tym niższe są ogólne wymagania kapitałowe. Dlatego też, o ile regulowane ceny hurtowego dostępu szerokopasmowego dla sieci FTTN/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, takiej jak kanalizacja, w odniesieniu do której profil ryzyka nie powinien być inny niż w przypadku infrastruktury miedzianej.

### **Rygor natychmiastowej wykonalności**

Stosownie do art. 108 § 1 kpa decyzji, od której służy odwołanie, może być nadany rygor natychmiastowej wykonalności, gdy jest to niezbędne ze względu na ochronę zdrowia lub życia ludzkiego albo dla zabezpieczenia gospodarstwa narodowego przed ciężkimi stratami bądź też ze względu na inny interes społeczny lub wyjątkowo ważny interes strony.

W art. 108 § 1 kpa ustawodawca wymienia kilka rodzajów dóbr, które podlegają ochronie poprzez nadanie decyzji nieostatecznej rygoru natychmiastowej wykonalności.

W ocenie Prezesa UKE, w niniejszej sprawie za nadaniem niniejszej decyzji rygoru natychmiastowej wykonalności przemawia potrzeba ochrony „*interesu społecznego*”. W doktrynie przyjmuje się, że „*nie ma trwałej, stałej definicji interesu społecznego, a treść tego pojęcia trzeba ustalać w każdym przypadku z osobna*” (por. M. Wyrzykowski, *Pojęcie interesu społecznego w prawie administracyjnym*, Warszawa 1986, s. 209, por. Komentarz do kpa, B. Adamiak, J. Borkowski, Wyd. C.H. Beck, W-wa 2000, str. 457, pkt. 6). W tym zakresie należy zaznaczyć, iż w orzecznictwie występują m. in. trzy kategorie „interesów”: prywatny (indywidualny), społeczny oraz publiczny. W tym kontekście „*interes społeczny jest przeciwstawiany interesowi prywatnemu i nie musi oznaczać ogółu, a jedynie pewną zbiorowość*” (por. np. wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 21 czerwca 2001 r., sygn. akt V SA 3718/00, zam. ONSA 2002 nr 3, poz. 124).

W niniejszej sprawie istnieje interes użytkowników usług OPL oraz przedsiębiorców telekomunikacyjnych korzystających z usług OPL w zakresie dostępu telekomunikacyjnego, a także interes całego społeczeństwa polskiego, co przejawia się zapotrzebowaniem na powszechny dostęp szerokopasmowy o coraz większej szybkości.

Niniejsza decyzja, poprzez określenie odpowiedniego poziomu wskaźnika WACC, przyczyni się do zachowania racjonalnego poziomu inwestowania w sieć nowej generacji przez OPL oraz odpowiedniego poziomu cen usług telekomunikacyjnych świadczonych przez OPL zarówno użytkownikom końcowym, jak i przedsiębiorcom telekomunikacyjnym korzystającym z sieci OPL na zasadach hurtowych.

Zgodnie z art. 1 ust. 2 pkt 1 i 4 Pt celem ustawy jest „*wspieranie równoprawnej i efektywnej konkurencji w zakresie świadczenia usług telekomunikacyjnych*” oraz „*zapewnienie użytkownikom maksymalnych korzyści w zakresie różnorodności ceny i jakości usług telekomunikacyjnych*”. Prezes UKE nadając decyzji rygor natychmiastowej wykonalności w celu ochrony interesów użytkowników w zakresie cen usług telekomunikacyjnych

---

<sup>57</sup> Zalecenie NGA jako FTTN określa częściową modernizację sieci dostępowych (jako przykład podaje VDSL).

i interesów operatorów alternatywnych w zakresie zapewnienia skutecznej konkurencji z OPL, jednocześnie efektywnie realizuje cele regulacyjne wymienione w art. 1 Pt.

Zgodnie z art. 108 § 1 kpa nadanie decyzji rygoru natychmiastowej wykonalności ma charakter wyjątkowy. Za nadaniem decyzji rygoru musi przemawiać jego „niezbędność”. W doktrynie przyjmuje się, że *„działanie jest niezbędne, gdy w danym czasie i w danej sytuacji nie można się obejść bez wykonania praw lub obowiązków, o których rozstrzyga się w decyzji, ponieważ zwłoka w ich wykonaniu zagraża dobrom chronionym, określonym w art. 108 § 1 kpa Zagrożenie to musi mieć realny charakter i nie może być tylko prawdopodobne, a okoliczność ta musi być uwidoczniła w uzasadnieniu decyzji albo postanowieniu o nadaniu rygoru natychmiastowej wykonalności”* (por. B. Adamiak, J. Borkowski, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2000, str. 457, 1 akapit).

Należy wyraźnie podkreślić, że w celu wspierania równoprawnej i efektywnej konkurencji w zakresie świadczenia usług telekomunikacyjnych oraz zapewnienia użytkownikom maksymalnych korzyści w zakresie różnorodności ceny i jakości usług telekomunikacyjnych istotne jest wprowadzanie określonych mechanizmów regulacyjnych. Zwłoka w implementacji tych mechanizmów utrudnia osiągnięcie celów regulacyjnych – czyli rozwoju konkurencji, a dzięki temu poprawienia jakości i dostępności usług telekomunikacyjnych, a także rozwoju gospodarczego mającego bezpośredni wpływ na zwiększanie dobrobytu społecznego.

W niniejszym przypadku zwłoka w wykonaniu decyzji może spowodować negatywne skutki zarówno dla użytkowników końcowych, jak i dla przedsiębiorców telekomunikacyjnych korzystających z usług OPL na zasadach hurtowych. Brak implementacji odpowiedniej wysokości wskaźnika WACC dla inwestycji podejmowanych w sieć nowej generacji spowoduje brak bodźców dla podejmowania takich inwestycji. Jednocześnie należy ponownie podkreślić, iż skutkiem implementacji niewłaściwej dla danego okresu wysokości wskaźnika WACC może być nieuzasadnione obniżenie jakości i dostępności usług poprzez wstrzymanie inwestycji OPL w sieć nowej generacji opartej na infrastrukturze światłowodowej. Będzie to stanowiło bezpośrednie zagrożenie nie tylko dla interesów abonentów OPL, ale także dla rozwoju konkurencji na rynku telekomunikacyjnym.

Ponadto, także w niniejszej sprawie za nadaniem niniejszej decyzji rygoru natychmiastowej wykonalności, o którym mowa w pkt II sentencji przemawia wyjątkowo ważny interes strony, ponieważ określony niniejszą decyzją wskaźnik WACC jest wykorzystywany przez OPL do kalkulacji kosztów. W rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług na Rynku 5 operator wyznaczony uwzględnia koszt zaangażowanego kapitału, rozumiany jako iloczyn wartości średniorocznego zaangażowanego kapitału oraz wysokości wskaźnika WACC, ustalonego w trybie określonym w art. 53 ust. 1 Pt, do kalkulacji kosztów jednostkowych poszczególnych usług realizowanych w ramach Rynku 5. Następnie należy wskazać, iż zgodnie z art. 53 ust. 5 Pt, roczne sprawozdania z prowadzonej rachunkowości regulacyjnej oraz wyniki kalkulacji kosztów (w których zastosowanie ma wskaźnik WACC) podlegają badaniu zgodności z przepisami prawa oraz zatwierdzonymi przez Prezesa UKE instrukcją z prowadzonej rachunkowości regulacyjnej za zamknięty rok obrotowy 2016 i Opisem kalkulacji kosztów usług szerokopasmowej transmisji danych na rok 2018, w terminie 6 miesięcy od zakończenia roku obrotowego, przez niezależnego biegłego rewidenta. Wyniki tej kalkulacji stanowią istotny element rocznego sprawozdania z prowadzonej przez OPL rachunkowości regulacyjnej, które OPL jest zobowiązana przedłożyć Prezesowi UKE. Zgodnie z art. 53 ust. 7 Pt, roczne sprawozdania z prowadzonej rachunkowości regulacyjnej, wyniki kalkulacji kosztów oraz opinia biegłego rewidenta z badania, o którym mowa w art.

53 ust. 5 Pt, podlegają publikacji na stronie podmiotowej Biuletynu Informacji Publicznej UKE w terminie 8 miesięcy od zakończenia roku obrotowego.

Decyzja niniejsza stanowi zatem zasadniczy element realizacji przez OPL obowiązku prowadzenia kalkulacji kosztów (z art. 50 ust. 2 Pt). Jej stosowanie warunkuje bowiem możliwość przekazania Prezesowi UKE przez OPL rocznego sprawozdania z prowadzonej rachunkowości regulacyjnej zawierającego w szczególności wyniki kalkulacji kosztów jednostkowych poszczególnych usług. Sprawozdanie to powinno być zbadane przez biegłego rewidenta i następnie ogłoszone w Biuletynie Informacji Publicznej na stronie podmiotowej Prezesa UKE do końca sierpnia 2017 r.

W ocenie Prezesa UKE, nadanie niniejszej decyzji rygoru natychmiastowej wykonalności jest niezbędne, aby jej postanowienia mogły być zastosowane do prowadzenia przez OPL rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów, gdyż sprawozdanie i wyniki kalkulacji kosztów, mają być poddane badaniu niezależnego biegłego rewidenta, przekazane Prezesowi UKE a następnie ogłoszone w przewidzianym w Pt terminie. Zatem, za niezbędnością nadania rygoru natychmiastowej wykonalności niniejszej decyzji przemawia także fakt, iż konieczne jest podjęcie terminowych działań przewidzianych w Pt, związanych z wykonaniem tej decyzji.

#### **POUCZENIE**

Strona niezadowolona z decyzji może zwrócić się do Prezesa UKE z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy. Wniosek można składać w terminie 14 dni od dnia doręczenia niniejszej decyzji (art. 127 § 3 kpa i art. 129 § 2 kpa).

Prezes

Marcin Cichy

Dokument podpisany elektronicznie

#### Otrzymuje:

Pani Jolanta Zbiorczyk  
Pełnomocnik Orange Polska S.A.  
Współpraca Regulacyjna  
Kalkulacje Kosztów Usług  
ul. 23 Lutego 26  
61-743 Poznań