



PREZES

URZĘDU KOMUNIKACJI ELEKTRONICZNEJ

Warszawa, 28 marca 2019 r.

Orange Polska S.A.

Al. Jerozolimskie 160

02-326 Warszawa

Podmioty na prawach strony:

Krajowa Izba Gospodarcza

Elektroniki i Telekomunikacji

ul. Stępińska 22/30

00-739 Warszawa

DECYZJA DHRT.WORK.609.5.2018.21

Po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego wszczętego przez Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej (dalej „Prezes UKE”) w dniu 3 grudnia 2018 r., w przedmiocie określenia wskaźnika zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału (dalej „wskaźnik WACC”) stosowanego przez Orange Polska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej „OPL”) w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. – Prawo telekomunikacyjne (t.j.: Dz. U. z 2018 r., poz. 1954 z późn. zm., dalej „Pt”),

I. na podstawie art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j.: Dz. U. z 2018 r., poz. 2096 z późn. zm., dalej „kpa”) w związku z art. 206 ust. 1 Pt,

I.1. określám dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 10,07%,

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2020 w odniesieniu do usług realizowanych na rynku świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego (dalej „Rynek 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 8,82%,

¹ ang. Weighted Average Cost of Capital.

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2020 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 nadają rygor natychmiastowej wykonalności.

UZASADNIENIE

W dniu 20 września 2010 r. Komisja Europejska wydała Zalecenie 2010/572/UE w sprawie regulowanego dostępu do sieci dostępu nowej generacji² (dalej „Zalecenie NGA”).

W dniu 7 października 2014 r. Prezes UKE wydał decyzję sygn.: DART-SMP-6040-1/14(121)³ (dalej „Decyzja SMP 5 – 2014”), w której określił rynek właściwy jako rynek świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego na obszarze całego kraju, z wyłączeniem 76 obszarów gminnych określonych w pkt 1 Załącznika nr 1 do przedmiotowej decyzji oraz wyznaczył OPL, jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej. 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.

Decyzją z dnia 12 października 2015 r., sygn.: DART-SMP-6041-6/14(60) utrzymującą w mocy decyzję z dnia 24 listopada 2014 r., sygn.: DART-SMP-6041-6/14(22), Prezes UKE stwierdził wygaśnięcie z dniem 7 października 2014 r. decyzji Prezesa UKE z dnia 28 kwietnia 2011 r. sygn.: DART-SMP-6040-1/10(47) (dalej „Decyzja SMP 2011”), w sprawie określenia rynku właściwego jako krajowego rynku świadczenia hurtowych usług dostępu szerokopasmowego, z wyłączeniem obszarów gminnych, określonych w pkt 1 Załącznika nr 1 do Decyzji SMP 2011.

Decyzją z dnia 23 października 2014 r., sygn.: DART-SMP-6041-5/14(2) Prezes UKE stwierdził wygaśnięcie decyzji Prezesa UKE z dnia 14 lutego 2007 r., sygn.: DRT-SMP-6043-23/05(33) (dalej „Decyzja SMP 2007”), w sprawie ustalenia, że na rynku świadczenia usługi dostępu szerokopasmowego, w tym usługi szerokopasmowej transmisji danych, z wyłączeniem usług, o których mowa w § 2 pkt 4 i 11 rozporządzenia Ministra Infrastruktury⁴ nie występuje skuteczna konkurencja.

W dniu 11 kwietnia 2018 r. Prezes UKE wydał decyzję, sygn.: DHRT.WORK.609.5.2017.29 ustalającą wskaźnik WACC (dalej „Decyzja WACC”) dla OPL na poziomach 9,37% oraz 8,12%⁵.

Pismem z dnia 3 grudnia 2018 r. Prezes UKE zawiadomił OPL, Krajową Izbę Gospodarczą Elektroniki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie (dalej „KIGEiT”), Polską Izbę Informatyki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie, Polską Izbę Komunikacji Elektronicznej z siedzibą

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

³ źródło: https://archiwum.uke.gov.pl/files/?id_plik=17605.

⁴ Nieobowiązujące obecnie Rozporządzenie Ministra Infrastruktury z dnia 25 października 2004 r. w sprawie określenia rynków właściwych podlegających analizie przez Prezesa Urzędu Regulacji Telekomunikacji i Poczty (Dz. U. Nr 242, poz. 2420).

⁵ źródło: <http://bip.uke.gov.pl/decyzje/rachunkowosc-regulacyjna/wyznaczenie-wysokosci-wskaznika-wacc-dla-orange-polska-s-a-,13.html>.

w Warszawie oraz Krajową Izbę Komunikacji Ethernetowej z siedzibą w Warszawie o wszczęciu postępowania administracyjnego w przedmiocie określenia wskaźnika WACC stosowanego przez OPL w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2020. 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 18 grudnia 2018 r., KIGEiT złożyła wniosek o dopuszczenie do udziału w postępowaniu.

Postanowieniem z dnia 4 stycznia 2019 r., Prezes UKE dopuścił KIGEiT na prawach strony do postępowania.

Pismem z dnia 9 stycznia 2019 r., nr TKRU/MD/1/01/19 (wpływ do Urzędu Komunikacji Elektronicznej w dniu 15 stycznia 2019 r.) OPL przedstawiła stanowisko w sprawie (dalej „Stanowisko OPL z dnia 9 stycznia 2019 r.”) w przedmiocie określenia wskaźnika WACC, odnośnie części składowych dla jego wyliczenia. W Stanowisku z dnia 9 stycznia 2019 r., OPL wyjaśniła, iż wyliczyła wskaźnik WACC w oparciu o najbardziej aktualne dane (stan na dzień 8 stycznia 2019 r.). OPL przyjęła udział kapitału własnego: 46,07% z najnowszego dostępnego na dzień 8 stycznia 2019 r. sprawozdania finansowego – raport skonsolidowany za trzeci kwartał roku obrotowego 2018 obejmujący okres od dnia 1 stycznia 2018 r. do dnia 30 września 2018 r. Według OPL, najważniejszym punktem odniesienia jest średnia ważona rentowność 10 letnich obligacji Skarbu Państwa. Na podstawie transakcji dokonanych w 2018 r., według OPL, średnia ważona rentowność 10-cio letnich obligacji wyniosła 3,25%.

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. Jak wskazała OPL wskaźnik ERP dla polskiego rynku wyniósł 6,06%.

OPL wskazała, iż wskaźnik Beta powinien przyjąć wartość 1,20 jako średnia arytmetyczna tego wskaźnika dla sektorów: „telekomunikacja – usług” oraz „telekomunikacja – wyposażenie” w Europie.

Pismem z dnia 8 lutego 2019 r., Prezes UKE poinformował OPL, iż do materiału dowodowego zostały dołączone kopie:

1. Baza transakcji – bony i obligacje hurtowe, Baza transakcji – obligacje hurtowe, wydruk ze strony internetowej Ministerstwa finansów⁶,
2. Raport analityczny domu maklerskiego BDM S.A. dla OPL z dnia 15 stycznia 2018 r. oraz Raport analityczny domu maklerskiego BDM S.A. dla OPL z 8 sierpnia 2018 r.,
3. Decyzja WACC,
4. Zalecenie NGA,

⁶ źródło: <https://www.gov.pl/web/finanse/bony-i-obligacje-hurtowe1>.

5. Decyzja SMP 5 – 2014,
6. Skonsolidowany raport kwartalny OPL za 3 kwartały roku obrotowego 2018 obejmujący okres od 1 stycznia 2018 r. do dnia 30 września 2018 r.⁷,
7. Wskaźnik Beta i wskaźnik ERP dla usług telekomunikacyjnych, styczeń 2019 r. – wydruk ze strony internetowej Damodaran On – Line,
8. Zmiana perspektywy ratingu OPL z dnia 10 listopada 2017 r. – wydruk ze strony internetowej Eurorating⁸.

Pismem z dnia 27 lutego 2019 r., Prezes UKE zawiadomił OPL i KIGEiT, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa Strony mogą zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań. Prezes UKE poinformował także, że do materiału dowodowego ze względu na znaczenie dla sprawy, dołączony został Raport roczny OPL za rok obrotowy 2018 obejmujący okres od dnia 1 stycznia 2018 r. do dnia 31 grudnia 2018 r.⁹

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 (t.j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 2062 z późn. 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.

⁷ źródło: <http://orange-ir.pl/sites/default/files/RB%2023-2018%20Wybrane%20dane%203Q2018.pdf>.

⁸ źródło: <http://www.eurorating.com/pl/ratingi/przedsiębiorstwa/orange-polska>

⁹ http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/OPL_Jednostkowy%20raport%20roczny_2017.pdf.

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 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.

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:

- 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;

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

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 decyzji wskaźnik WACC został określony na potrzeby kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2020, 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 (t.j.: Dz. U. z 2005 r., nr 255, poz. 2140 z późn. 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 2019, to koszty przewidywane na rok 2020 (na rok obrotowy następujący po bieżącym roku obrotowym), opierają się na danych bazowych z roku 2018, 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 branych pod uwagę 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)¹⁰. W literaturze przedmiotu¹¹ podkreśla się, że kapitał

¹⁰ Według słownika języka polskiego „udokumentować” to tyle co „poprzeć coś dokumentami lub stwierdzić coś na podstawie dokumentów” (<https://sjp.pl/udokumentowa%C4%87>).

¹¹ źródło: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekał, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 79 i n.

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 wygosparowane przez samo przedsiębiorstwo w toku jego działalności. Kapitał własny (właścicielski) jest kapitałem podstawowym, bez którego 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. Średnioważony 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 podatkowej¹²) albo po opodatkowaniu (z uwzględnieniem efektu tarczy podatkowej)¹³.

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

Wartości kapitału własnego i kapitału obcego 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 Prezes UKE wykorzystał 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 2018 r. Dane finansowe zawarte zostały w raporcie rocznym jednostkowym OPL za rok obrotowy 2018, obejmującym okres od dnia 1 stycznia 2018 r. do dnia 31 grudnia 2018 r. Jednostkowy raport roczny OPL za rok obrotowy 2018,

¹² Zmniejszenie obciążeń podatkowych z tytułu poniesionych kosztów finansowych. Efekt osłony podatkowej zmniejsza kwotę podatku dochodowego w wyniku zaliczenia do kosztów uzyskania przychodu wydatków takich jak: raty leasingowe, amortyzacja odsetki od kredytu. W wyniku efektu osłony podatkowej koszty firmy ulegają zmniejszeniu o kwotę zaoszczędzonego podatku. Oczywiście warunkiem jest uzyskanie zysku w danym roku podatkowym.

¹³ źródło: Zarządzanie finansami, tom II Wiesław Dębski, CIM, Warszawa 1996, s.122 i n.

opublikowany w dniu 20 lutego 2019 r.¹⁴, 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 (ryнку instrumentów średnio i długoterminowych, służących do pozyskiwania kapitału przez ich emitentów¹⁵) poprzez instrumenty tego rynku (np. akcje, obligacje, kredyty itp.).

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”¹⁶. Ryzyko kredytowe wyrażone ocenami agencji ratingowej „EuroRating” określane jest w 20-sto stopniowej skali – analogicznej do tradycyjnej skali stosowanej powszechnie przez międzynarodowe agencje ratingowe. Jednolite mierniki oceny dają możliwość porównania ratingów, przez co ułatwiają korzystanie z ratingów przyznawanych przez kilka różnych agencji. OPL w dniu 28 lutego 2018 r. otrzymała ocenę kredytową BB+ o perspektywie stabilnej¹⁷, w dniu 2 sierpnia 2018 r., ocena została utrzymana na tym poziomie. Zmiana oceny kredytowej OPL nie nastąpiła również w ocenie z dnia 6 listopada 2018 r.¹⁸ Ocena na tym poziomie 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 (dalej „DP”), będącą czynnikiem stosowanym w wyliczeniu kosztu kapitału obcego, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części 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 postępowania Prezes UKE uznał, iż wycena wartości DP przeprowadzona przez domy inwestycyjne, dotycząca m.in. OPL, stanowi miarodajny punkt odniesienia dla OPL. Prezes UKE określił wartość DP na poziomie 1,5% dysponując wartością DP z raportu inwestycyjnego Domu Maklerskiego BDM S.A.. 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 przedmiotu¹⁹ 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.

¹⁴ źródło: http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/OPL_skonsolidowany_raport_roczny_2018.pdf.

¹⁵ źródło: Rynek kapitałowy i terminowy, S. Thiel, Warszawa, październik 2010, Wydanie II zaktualizowane, s. 139 (http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek%20kapitalowy_tcm75-25920.pdf).

¹⁶ źródło: <http://www.eurorating.com/pl/ratingi/przedsiębiorstwa>.

¹⁷ 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.

¹⁸ źródło: <http://www.eurorating.com/pl/ratingi/przedsiębiorstwa/orange-polska>.

¹⁹ źródło: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 43 i n.

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 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, gdzie określono wartości wskaźnika Beta dla firm reprezentujących różne branże, w tym telekomunikacyjną. Beta została zaczerpnięta z zakładki „*Levered and Unlevered Betas by Industry*”. Powyższe dane zostały włączone jako materiał dowodowy do akt 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. z których 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 2018 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 dojrzałymi rynkami kapitałowymi. Podobnie jak wskaźnik Beta premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (ERP) została zaczerpnięta 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 premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego – DP. 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. 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 w telekomunikacji związane są z wykorzystaniem nowych technologii, można więc pośrednio

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

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

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 firm z branży telekomunikacyjnej odpowiednio dla sektorów: „telekomunikacja - usługi” danych 83 firm oraz „telekomunikacja - wyposażenie” danych 56 firm. Szczegółowe uzasadnienie zastosowania poszczególnych ww. współczynników uwzględniających omawianą przesłankę znajduje się w dalszej części uzasadnienia 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*”²⁰ 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

²⁰źródło: <http://docplayer.net/15277679-Input-data-and-intermediate-calculations-a-report-prepared-for-ilr-march-2014-frontier-economics-ltd-london.html>.

	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 raportu Frontier Economics, marzec 2014 r.

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 (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 (dalej „IRG” – ang. „Independent Regulators Group”), obecnie Organ Europejskich Regulatorów Łączności Elektronicznej (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 można 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;

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 formułę²¹ w następującym kształcie:

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

gdzie:

t – stopa podatkowa;

²¹źródło: 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.

1 - t – tarcza podatkowa.

Wskaźnik WACC został określony w oparciu o najbardziej aktualne dane na dzień wydania decyzji tj. biorąc pod uwagę obserwacje (w zakresie poszczególnych parametrów) dostępne w roku 2018.

Tabela nr 2. Założenia przyjęte do określenia wskaźnika WACC

Stopa wolna od ryzyka (rf)	Średnia ważona rentowność 10 letnich obligacji polskich o stałym oprocentowaniu – 2018 r.
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	Benchmarking ze strony Damodaran On – Line (dane opublikowane w styczniu 2019 r.)
Beta lewarowana (B)	Benchmarking ze strony Damodaran On – Line (dane opublikowane w styczniu 2019 r.)
Premia za udostępnienie kapitału obcego	Raport analityczny domu maklerskiego BDM S.A. dla OPL z dnia 15 stycznia 2018 r. oraz 8 sierpnia 2018 r.
Struktura kapitału	Jednostkowy raport roczny OPL za rok obrotowy 2018 r. – opublikowany w dniu 20 lutego 2019 r.
Podatek dochodowy	CIT ²² - Stawka podatku dochodowego od osób prawnych
Premia za ryzyko dla usług realizowanych w oparciu o infrastrukturę światłowodową	Relacja pomiędzy historyczną wartością wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej 10,13%, a wartością wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej 11,38%

źródło: opracowanie własne UKE

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 wygoszodarowane 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 – 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 IRG²³ z lutego 2007 r., pt. „*Principles of Implementation and Best Practice for WACC*”²⁴, gdzie nie zostało przesądzone, aby któraś ze wskazanych metod miała być bezwzględnie stosowana. Według autorów dokumentu

²²źródło: Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 2343 z późn. zm.).

²³ang. Independent Regulatory Group – Niezależna Grupa Regulatorów.

²⁴źródło: http://berec.europa.eu/doc/publications/consult_principles_best_implem/erg_07_04_pibs_on_wacc_public_cons_summary_mar2007_final.pdf.

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 kapitalizacji²⁵, 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 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

²⁵ 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 wycień księgowych, źródło: <http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/911358>, kapitalizacja-spolki.html.

zastosowaniu bilansowych wartości kapitału, lecz na szacowaniu wartości rynkowych na podstawie wartości bilansowych”²⁶.

Z kolei efektywna czy optymalna struktura finansowania polega na określeniu udziału kapitału obcego i własnego w taki sposób, aby osiągnąć minimalny poziom kosztu pozyskania kapitału. Jednak w przypadku tej metody dużym problemem jest ustalenie optymalnej proporcji kapitału. 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”²⁷.

Mając na uwadze 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 2018, obejmującym okres od dnia 1 stycznia 2018 r. do dnia 31 grudnia 2018 r., zawierającym sprawozdanie finansowe OPL sporządzone według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej. Do wyliczenia struktury kapitału OPL przyjęty został udział kapitału własnego oraz udział kapitału obcego według wartości księgowych zgodnie z poniższą tabelą.

²⁶źródło: A. Duliniec: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

²⁷źródło: 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

Urząd Komunikacji Elektronicznej

Warszawa, ul. Giełdowa 7/9,

tel. 22 53 49 440, fax 22 53 49 306, platforma e-usług: pue.uke.gov.pl

Tabela nr 3. Struktura zaangażowanego kapitału

Pasywa	Wartość w (mln zł)	Struktura
Kapitał zakładowy	3 937	37,71%
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	832	7,97%
Pozostałe kapitały rezerwowe	-57	-0,55%
Zyski zatrzymane	5 727	54,86%
Kapitał własny	10 439	100%
Zobowiązania handlowe	473	6,96%
Zobowiązania finansowe wycenione według zamortyzowanego kosztu, z wyłączeniem zobowiązań handlowych	5 381	79,18%
Instrumenty pochodne	31	0,46%
Rezerwy	450	6,62%
Zobowiązania kontraktowe	317	4,66%
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	133	1,96%
Pozostałe zobowiązania	11	0,16%
Przychody przyszłych okresów	-	-
Zobowiązania długoterminowe razem	6 796	100,00%
Zobowiązania handlowe	2 326	39,72%
Zobowiązania finansowe wycenione według zamortyzowanego kosztu, z wyłączeniem zobowiązań handlowych	2 261	38,61%
Instrumenty pochodne	19	0,32%
Rezerwy	210	3,59%
Zobowiązania kontraktowe	443	7,56%
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	190	3,24%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	40	0,68%
Pozostałe zobowiązania	367	6,27%
Przychody przyszłych okresów	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe razem	5 856	100,00%
Kapitał obcy razem	12 652	
Pasywa razem	23 091	
Struktura kapitału OPL [%]		
Kapitał własny	Kapitał obcy	
45,21%	54,79%	

źródło: Raport roczny jednostkowy 2018 - dane bilansowe (wyciąg).

Należy przyjąć, że kapitał własny jest zawsze droższy, niż obcy. Wynika to między innymi z podatków. O ile kapitału 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 można²⁸.

Z kolei kapitał obcy (zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) to wszelkiego rodzaju źródła zewnętrzne finansowania przedsiębiorstwa. Na kapitał obcy składają się wszelkiego typu krótkoterminowe i długoterminowe zobowiązania przedsiębiorstwa wobec banków,

²⁸źródło: 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>.

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 kapitał obcy oczekują wynagrodzenia w postaci oprocentowania. Choć jest relatywnie tańszy w stosunku do kapitału własnego, to jednak charakteryzuje go ryzyko prowadzonej działalności. 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 finansowej²⁹.

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 45,21% oraz udział kapitału obcego na poziomie 54,79%. W ocenie Prezesa UKE, jest to uzasadnione z uwagi na fakt, iż jest najbardziej wiarygodnym źródłem informacji, które pozwoli na uwzględnienie faktycznej struktury finansowania OPL, 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, że wskaźnik WACC, jest kalkulowany corocznie, dlatego uwzględnienie ww. proporcji zaangażowanego kapitału właściwe dla danego roku obrotowego tu: 2018 zapewni porównywalność wskaźnika rok do roku. Ponadto, także konieczność corocznej kalkulacji przez Prezesa UKE wysokości wskaźnika WACC powoduje, iż coroczne zmiany w proporcji kapitałów w zależności od zmian struktury finansowania OPL, są uwzględniane w kalkulacji wysokości wskaźnika WACC. Zatem, ww. ograniczenia metody bilansowej nie mają znaczenia w świetle corocznej aktualizacji wysokości wskaźnika WACC.

Jednocześnie Prezes UKE wskazuje, iż podejście co do przyjęcia rzeczywistej struktury finansowania OPL jest spójne z rekomendowanym przez OPL w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r., gdzie kapitał własny składa się z bilansowego kapitału własnego OPL, a kapitał obcy z całości zobowiązań bilansowych. Zaznaczenia wymaga, iż przedstawione w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r., aktualne dane bilansowe na temat struktury kapitału pochodziły (z dostępnego na dzień 9 stycznia 2019 r.) ze sprawozdania finansowego – raport skonsolidowany za trzeci kwartał 2018 r. obejmujący okres od dnia 1 stycznia 2018 r. do dnia 30 września 2018 r. Udział kapitału własnego wyniósł na dzień 30 września 2018 r.: 45,21%, a udział kapitału obcego: 54,79% (OPL przedstawiła identyczną wysokość udziału kapitału własnego).

1.2 Koszt kapitału własnego (r_e)

W celu określenia kosztu kapitału własnego został wykorzystany model CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model). Model CAPM 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.

²⁹Źródło: 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+Ekonomiki%2C+Organizacji+i+Zarz%C4%85dzania+w+Gospodarce+%C5%BBwno%C5%9Bciowej+Akademii+Techniczno-Rolniczej+w+Bydgoszczy.>

Koszt kapitału własnego (r_e) = stopa wolna od ryzyka (r_f) + Beta (β) x 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 w kolejnych sekcjach uzasadnienia niniejszej decyzji, koszt kapitału własnego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 11,16%. Wartość ta została przyjęta do wyznaczania wysokości wskaźnika WACC co zostało zaprezentowane w Tabeli nr 11.

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 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:

1. 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,
2. 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,
3. 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 roku 2018. W niniejszej decyzji (dalej „Decyzja”) wartość stopy wolnej od

ryzyka została określona w wysokości średniej z przetargów obligacji skarbowych w roku 2018.

Mając na uwadze, iż OPL jest firmą działającą i zlokalizowaną 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”³⁰, 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.

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, Prezes UKE zastosował najbardziej aktualne, dostępne dane z 2018 r. Ponieważ liczba przetargów na obligacje 10 letnie w roku 2018 wyniosła 42 (czterdzieści dwa), 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; odkupu dla wszystkich ww. (42) transakcji z 2018 r., jako wagi uśrednienia oprocentowania. Zgodnie ze wzorem:

$$\text{Średnia ważona rentowność} = \frac{\text{suma (rentowność minimalna \% * Sprzedaż; Odkup łącznie)}}{\text{suma (Sprzedaż; Odkup łącznie)}}$$

Powyższe podejście pozwala otrzymać miarodajną wartość rentowności.

Tabela nr 4. Wyniki przetargów 10 letnich polskich obligacji skarbowych – seria WS0428 o stałym oprocentowaniu – średnia ważona rentowność dane z 2018 r.

Lp.	Seria	Data transakcji	Rentowność minimalna	Sprzedaż; Odkup łącznie [mln PLN]
1	WS0428	2018-01-04	3,351%	1 141,000
2		2018-01-04	3,351%	200,800
3		2018-01-26	3,446%	1 131,500

³⁰źródło: <http://www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/baza-transakcji>.

4		2018-02-08	3,515%	718,000
5		2018-02-22	3,430%	473,000
6		2018-02-22	3,430%	100,000
7		2018-03-15	3,235%	379,335
8		2018-03-15	3,234%	407,580
9		2018-03-15	3,234%	277,039
10		2018-03-15	3,235%	0,618
11		2018-03-15	3,234%	0,041
12		2018-03-15	3,234%	0,756
13		2018-03-27	3,196%	1 400,000
14		2018-04-05	3,123%	82,401
15		2018-04-05	3,128%	205,591
16		2018-04-05	3,117%	49,947
17		2018-04-05	3,123%	0,710
18		2018-04-05	3,128%	0,205
19		2018-04-27	3,006%	895,000
20		2018-05-10	3,242%	822,523
21		2018-05-10	3,246%	79,821
22		2018-05-10	3,242%	245,062
23		2018-05-10	3,242%	2,156
24		2018-05-10	3,246%	0,645
25		2018-05-10	3,242%	0,845
26		2018-05-24	3,211%	865,000
27		2018-06-15	3,197%	291,306
28		2018-06-15	3,196%	391,560
29		2018-06-15	3,196%	406,764
30		2018-06-15	3,197%	0,798
31		2018-07-12	3,167%	627,757
32		2018-07-12	3,167%	780,250
33		2018-07-12	3,167%	532,390
34		2018-07-12	3,167%	0,889
35		2018-07-12	3,167%	0,674
36		2018-07-27	3,144%	1 348,000
37		2018-08-23	3,156%	139,194
38		2018-08-23	3,154%	43,250
39		2018-08-23	3,154%	335,586
40		2018-08-23	3,156%	0,886
41		2018-09-06	3,249%	1 049,190
42		2018-10-04	3,303%	1 196,000
Średnia ważona rentowność obligacji				3,23%

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

Mając na uwadze wyżej przedstawione wartości i założenia, stopa wolna od ryzyka określona przez Prezesa UKE w wysokości średniej ważonej rentowności z 42 (czterdzieści dwie) przetargów obligacji skarbowych w roku 2018, wyniosła 3,23%. Należy w tym miejscu podkreślić, że podejście OPL zaprezentowane w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r. w zakresie wyznaczania stopy wolnej od ryzyka, odbiega od wartości wyznaczonej przez Prezesa UKE i zakłada przyjęcie jej wartości na poziomie 3,25%. Zdaniem Prezesa UKE odmienna wysokość stopy wolnej od ryzyka (ze Stanowiska OPL z dnia 9 stycznia 2019 r.) wynika z aktualizacji danych przez Ministerstwo Finansów po dniu przygotowania przez OPL

swojego stanowiska oraz z zaokrąglenia kolejnych miejsc po przecinku. W decyzji, Prezes UKE wyznaczył stopę wolną od ryzyka na podstawie transakcji z całego 2018 r.

W myśl dokumentu opublikowanego przez IRG z lutego 2007 r. 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.

Mając na uwadze, iż ze względu na okres zapadalności obligacji przyjmowanych do obliczeń powinien być jak najbardziej zbliżony do okresu zwrotu z inwestycji w branży telekomunikacyjnej, Prezes UKE przyjął jako najbardziej odpowiednie 10 letnie obligacje skarbowe charakteryzujące się odpowiednio długim okresem zwrotu, odpowiadającym inwestycjom w telekomunikacji oraz znaczną płynnością finansową. Należy wskazać, iż na swojej stronie internetowej Ministerstwo Finansów³¹ 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.

Prezes UKE wskazuje ponadto, że przeprowadził również analizę w zakresie podejścia do wyznaczania stopy wolnej od ryzyka w innych krajach UE, na podstawie informacji pochodzących od regulatorów z sektora telekomunikacji. Zbiór danych na temat typu obligacji stosowanych w kalkulacji wskaźnika WACC w krajach UE przedstawia poniższa tabela.

Tabela nr 5. Typ obligacji stosowany w kalkulacji wskaźnika WACC w krajach UE

Lp.	Kraj	Typ obligacji	
1	Niemcy	10 letnie	9 letnie
2	Belgia	10 letnie	-
3	Dania	10 letnie	-
4	Hiszpania	10 letnie	20 letnie
5	Finlandia	10 letnie	-
6	Francja	10 letnie	-
7	Irlandia	10 letnie	-
8	Włochy	10 letnie	-
9	Norwegia	10 letnie	3-5 letnie
10	Holandia	10 letnie	3 letnie
11	Portugalia	10 letnie	-
12	W. Brytania	10 letnie	5 letnie
13	Szwecja	10 letnie	-
14	Luksemburg	10 letnie	5-20 letnie
15	Czechy	10 letnie	-
16	Węgry	10 letnie	-
17	Rumunia	10 letnie	-
	Razem	17	6

źródło: opracowano na podstawie informacji dostępnych na stronie Cullen International.

Powszechne zastosowanie w kalkulacji stopy wolnej od ryzyka dla przedsiębiorców telekomunikacyjnych [w 17 (siedemnastu) analizowanych krajach UE] mają 10 letnie

³¹źródło: <http://www.finance.mf.gov.pl/pl/web/wp/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/baza-transakcji>.

obligacje rządowe. W sześciu państwach stosuje się również inne typy obligacji jednak nawet w tych państwach zastosowanie w kalkulacji stopy wolnej od ryzyka dla przedsiębiorców telekomunikacyjnych znajdują również obligacje 10 letnie. Prezes UKE zwraca uwagę, iż dokumenty, z których zaczerpnięto informacje o typie obligacji pochodzą z okresu 6 lat (2012 – 2017). Powyższe potwierdza zasadność przyjęcia 10 letnich obligacji Skarbu Państwa jako podstawy do wyznaczenia stopy zwrotu wolnej od ryzyka.

Podsumowując, stopa wolna od ryzyka wyznaczona przez Prezesa UKE w decyzji, zastosowana do wyliczenia wskaźnika WACC wyniosła 3,23%.

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 nieobciążone ryzykiem. Premia za udostępnienie kapitału własnego definiowana jest, 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 miarodajna³².

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 jak 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 Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dojrzałość 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 decyzji Prezes UKE postanowił ponownie skorzystać z informacji publikowanych na stronie prof. Aswatha Damodarana³³, gdzie zawarte są kalkulacje dotyczące wielu wskaźników finansowych, w tym ERP, dla rynków kapitałowych dla sektorów 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 A2³⁴, co odpowiada 85 punktom bazowym według prof. A. Damodarana. Odzwierciedleniem większego ryzyka

³²źródło: Dr Bartosz Kurek. Premia za ryzyko na rynku kapitałowym – kontrowersje metrologiczne. Uniwersytet ekonomiczny w Krakowie.

³³źródło:<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

³⁴Wysoka 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>.

inwestycji w Polsce jest niższy rating. Skalę ratingową stosowaną przez Moody's przedstawia tabela poniżej.

Tabela nr 6. Skala ratingowa Moody's

Rating ³⁵	Punkty bazowe
A1	70
A2	85
A3	120
Aa1	40
Aa2	50
Aa3	60
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 5,96%³⁶ została powiększona o premię wynikającą z ratingu Polski: 1,18%, co daje premię za ryzyko dla Polski na poziomie 7,14%. Należy wskazać, iż przyjęte 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 lat³⁷, 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 500³⁸. Do kalkulacji wskaźnika WACC dla OPL, Prezes UKE przyjął wartość ERP w wysokości 7,14% (dane ze stycznia 2019 r.) wyznaczonej przez prof. Aswatha Damodarana.

Tabela nr 7. Premia za ryzyko ERP

Kraj	Rating	Premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego
------	--------	--

³⁵Rating - 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.

³⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

³⁷ 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.

³⁸ W skład indeksu wchodzi największe spółki z amerykańskich giełd NYSE oraz Nasdaq.

Polska	A2	7,14%
--------	----	-------

źródło: strona internetowa Damodaran On – Line.

OPL, w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r. także wskazała jako właściwe posłużenie się wartością ERP opublikowaną na stronie internetowej Damodaran On – Line. W Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r., posłużono się jednak nieaktualnymi danymi. Aktualna wysokość wskaźnika ERP opublikowana na stronie Damodaran On-Line została wskazana w Tabeli nr 7.

1.2.3 Wskaźnik Beta (β)

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 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 branży telekomunikacyjnej ustalił na

poziomie 1,11% jako średnią arytmetyczną z aktualnych wskaźników Beta dla sektorów: „telekomunikacja - usługi” na podstawie danych 83 firm oraz „telekomunikacja - wyposażenie” na podstawie danych 56 firm, w Europie.

Tabela nr 8. Wartość wskaźnika Beta

Branża	Liczba firm ³⁹	Beta
„telekomunikacja - usługi”	83	0,88%
„telekomunikacja - wyposażenie”	56	1,34%
Średnia arytmetyczna	-	1,11%

źródło: strona internetowa Damodaran On – Line.

OPL w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r. wskazała, jako właściwe postępowanie się wartością Beta na poziomie 1,20% informując, że została ona wyznaczona jako średnia arytmetyczna z aktualnych wskaźników beta dla sektorów: „telekomunikacja – usługi” i „telekomunikacja – wyposażenie” w Europie, bez wskazania źródła danych OPL. Podejście OPL jest zbieżne z podejściem Prezesa UKE, jednak dane przedstawione przez OPL są nieaktualne i nie odzwierciedlają bieżącej wartości wskaźnika beta.

Mając na uwadze wszystko powyższe Prezes UKE postanowił jak w sentencji decyzji.

Podsumowanie wyliczenia kosztu kapitału własnego

Po dokonaniu obliczeń zgodnie z przedstawionym w pkt 1.2 wzorem należy stwierdzić, iż koszt kapitału własnego wynosi 11,16%.

Koszt kapitału własnego (r_e) = stopa wolna od ryzyka (r_f) + Beta x ERP

Koszt kapitału własnego (r_e) = 3,23% + 1,11% x 7,14% = 11,16%

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:

Koszt kapitału obcego (r_d) = stopa wolna od ryzyka (r_f) + premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla spółki i (DP_i)

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*)

³⁹ źródło: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

czy przyszłościowe (*ex ante*). Dodatkowo, badania instytutów naukowych różnią się zakresem czasowym uwzględnionym w analizie historycznej premii za ryzyko rynkowe⁴⁰.

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 9. Wartość DP przyjmowana dla OPL przez biura maklerskie i banki

Dom inwestycyjny	Data publikacji	Premia za ryzyko kredytowe
Dom Maklerski BDM S.A.	15 stycznia 2018 r. oraz 8 sierpnia 2018 r.	1,5%

źródło: UKE na podstawie raportów publikowanych przez domy maklerskie.

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

OPL w Stanowisku OPL z dnia 9 stycznia 2019 r. wskazała, jako właściwe postużenie się wartością DP na poziomie 1,5% - jest to poziom określony przez Dom Maklerski BDM S.A. (w rekomendacji dotyczącej OPL) w sierpniu 2018 r. Mając na uwadze powyższe, należy wskazać, iż Prezes UKE uznał zatem tak jak OPL, iż parametr DP w wysokości 1,5% (jako najbardziej aktualny i publicznie dostępny) powinien zostać przyjęty do określenia wysokości wskaźnika WACC na 2019 r. Ponadto analizy Domu Maklerskiego BDM S.A. Prezes UKE włączył do materiału dowodowego postępowania.

1.3.2 Podsumowanie wyliczenia kosztu kapitału obcego

Przy założeniu prezentowanej powyżej wartości premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla OPL w wysokości 1,5% oraz wartości stopy wolnej od ryzyka 3,23%, o której mowa w punkcie 1.2.1 decyzji, do kalkulacji wskaźnika WACC przyjęto koszt kapitału obcego w wysokości 4,73%.

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

⁴⁰ źródło: https://uke.gov.pl/files/?id_plik=14648.

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 obciążone takim ryzykiem jak usługi realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej. Zatem czynnik wpływający na wysokość wskaźnika WACC, jakim jest premia za ryzyko 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 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 dostępowe 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 uwzględnić 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 uwzględnić następujące czynniki niepewności⁴¹:

- 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.

⁴¹źródło: Zalecenie Komisji..., jw.

W Zaleceniu NGA Komisja Europejska 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, kształtuje się w przedziale od 0,61% do 4,81%.

Tabela nr 10. Premia za ryzyko NGA⁴²

KRAJ	PREMIA ZA RYZYKO NGA (stan na listopad 2016 r.)	PREMIA ZA RYZYKO NGA (stan na wrzesień 2017 r.)
Słowenia	-	0,61%
Włochy	3,2%	1,20%
Chorwacja	3,33%	3,33%
Polska	-	1,25%
Czechy	3,31%	3,31%
Luksemburg	0,61%	0,61%
Hiszpania	4,81%	4,81%
Finlandia	1,00%	1,00%
Holandia	1,1%	2,61%
Dania	1,00%	1,00%

źródło: UKE na podstawie informacji regulatorów krajów UE.

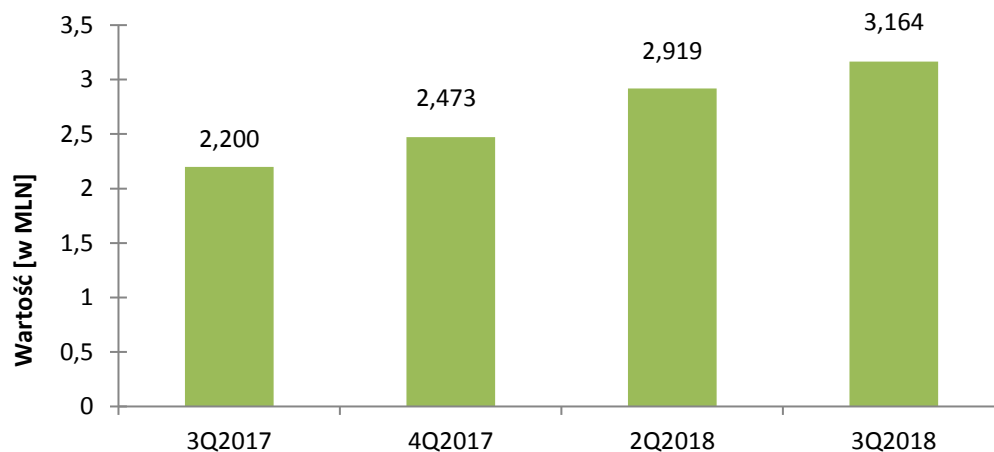
Biorąc pod uwagę wszystkie wskazane wyżej okoliczności Prezes UKE doszedł do wniosku, że przyznanie premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową przy określaniu wskaźnika WACC jest w pełni uzasadnione.

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 trzecim kwartale 2018 r.

Wykres nr 1. Liczba gospodarstw domowych podłączonych do światłowodów OPL

⁴² źródło: Opracowanie własne UKE na podstawie informacji od regulatorów krajów UE.



źródło: UKE na podstawie danych OPL 3 Q 2018⁴³.

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. Powyższe, potwierdza także Stanowisko OPL z dnia 9 stycznia 2019 r.

Analizując wysokość ww. premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy 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. Zbyt wysoka premia za ryzyko inwestycyjne wpływa na nieuzasadniony, z punktu widzenia odbiorcy, wzrost cen usług, a tym samym zmniejszenie grupy abonentów, której potencjał nabywczy 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, dalej „OA”, jak i OPL) należy uznać jako rozwiązanie optymalne. W ocenie Prezesa UKE, przyjęcie premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową na stałym poziomie zapewni stabilizację i pewność regulacyjną dla wszystkich zainteresowanych podmiotów nie prowadząc do coraz wyższych opłat hurtowych i w konsekwencji wzrostu cen na rynku detalicznym.

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 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

⁴³źródło: http://orange-ir.pl/sites/default/files/OPL%203Q2018%20presentation_website.pdf.

zapotrzebowaniem na szerokie pasmo, przez co OPL ciągle narażona jest na niepewność popytu na te usługi zarówno na poziomie detalicznym, jak i hurtowym.

Należy również wyjaśnić, iż przepisy prawa nie przewidują metodologii wyznaczenia premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową. Nie została także dotychczas wypracowana najlepsza praktyka w tym zakresie wśród krajów w UE zrzeszonych w BEREC. Dlatego, Prezes UKE przyjął jako punkt odniesienia informacje OPL dotyczące ustalenia premii za ryzyko inwestycyjne na potrzeby wskaźnika WACC dla infrastruktury światłowodowej, mającego praktyczne zastosowanie przy wyznaczaniu opłat, a także wskaźnika, który przełożył się na wymierne efekty, mając na uwadze inwestycje i postępujące nasycenie technologią światłowodową FTTH (Wykres nr 1).

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

Przedstawiona w decyzji analiza czynników wpływających na wysokość wskaźnika WACC pozwala na uzyskanie ostatecznego wyniku kalkulacji wskaźnika WACC (Tabela nr 11).

Tabela nr 11. Kalkulacja wysokości wskaźnika WACC dotyczy usług na Rynku 5

Parametr	Wartość
Stopa wolna od Ryzyka (rf)	3,23%
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	7,14%
Beta	1,11%
Premia za udostępnienie kapitału obcego	1,50%
Podatek dochodowy	19%
Kapitał własny / Kapitał zaangażowany (E/D+E)	45,21%
Kapitał obcy / Kapitał zaangażowany (D/D+E)	54,79%
Koszt kapitału własnego (r_e)	11,16%
Koszt kapitału obcego (r_d)	4,73%
Tarcza podatkowa (1-t)	81%
WACC (pre-tax) ⁴⁴	8,82%
Premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	1,25%
WACC z premią za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	10,07%

źródło: UKE.

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

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

otrzymamy następujące wyniki:

$$WACC = \frac{11,16\%}{1-19\%} * \frac{45,21\%}{45,21\%+54,79\%} + 4,73\% * \frac{54,79\%}{45,21\%+54,79\%} = 8,82\%$$

WACC dla sieci NGA = 8,82% + 1,25% = 10,07%

⁴⁴ przed podatkiem.

2.1 Wskaźnik WACC stosowany w 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 8,82%. 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 10,07%.

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 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 10,07% to zgodnie z sentencją 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.

Modelowe elementy uwzględniają narzut kosztu kapitału, wyznaczonego na podstawie WACC 10,07% posłużą kalkulacji usług realizowanych wyłącznie z wykorzystaniem infrastruktury światłowodowej.

W ocenie Prezesa UKE wartość wskaźnika WACC dla dostępowej sieci światłowodowej na poziomie 10,07% należy uwzględnić dodatkowo i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych łączy abonenckich.

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

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 łączy światłowodowych.

Zdaniem Prezesa UKE, aby innowacyjne usługi mogły być świadczone konieczne jest zapewnienie odpowiedniej infrastruktury, co wymaga inwestycji ze strony operatora wyznaczonego (który z racji swej pozycji zobowiązany jest udostępniać taką infrastrukturę na zasadach hurtowych innym operatorom). Zatem aby inwestycje w nowoczesne sieci zostały podjęte na dużą skalę, konieczne jest zapewnienie, iż nakłady poczynione na te inwestycje zostaną odzyskane. Spełnienie powyższego oznacza, iż OA, korzystający z dostępu do infrastruktury światłowodowej OPL, będą mogli świadczyć innowacyjne usługi (wymagające wysokich przepływności) własnym abonentom.

2.2 Wskaźnik WACC stosowany w 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 8,82%. Jak bowiem wynika z powyższych wyjaśnień wyliczona przez Prezesa UKE premia za ryzyko NGA ma zastosowanie tylko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w budowę infrastruktury światłowodowej. 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 10,07% odnosi się także do inwestycji stanowiących częściową modernizację istniejących sieci dostępowych (takich jak na przykład VDSL). W myśl Zalecenia NGA, inwestycje w sieci FTTN⁴⁵, 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 na modernizację. Dlatego, 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 kablowa, dla której profil ryzyka nie powinien być inny niż w przypadku infrastruktury miedzianej.

Odnosząc powyższe wyliczenia Prezesa UKE do treści Stanowiska OPL z dnia 9 stycznia 2019 r., należy wskazać na różnicę w wysokości wskaźnika WACC zaproponowanego przez OPL (WACC pre-tax: 8,56%, a WACC NGA: 9,81%). Podkreślenia wymaga, że Prezes UKE dokonywał obliczeń opisanych we wcześniejszym fragmencie uzasadnienia Decyzji na podstawie najbardziej aktualnych danych (zwłaszcza w zakresie wskaźnika Beta oraz ERP). W konsekwencji różnice w wysokości wskaźnika WACC pomiędzy sentencją Decyzji a Stanowiskiem OPL z 9 stycznia 2019 r. wynikają z zastosowania przez Prezesa UKE aktualnych danych.

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 nie ostatecznej rygoru natychmiastowej wykonalności.

W ocenie Prezesa UKE, w sprawie za nadaniem 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 sprawie zakończonej decyzją istnieje interes użytkowników usług OPL oraz OA korzystających z usług OPL w zakresie dostępu telekomunikacyjnego, a także interes całego

⁴⁵ Zalecenie NGA jako FTTN określa częściową modernizację sieci dostępowych (jako przykład podaje VDSL).

społeczeństwa polskiego, co przejawia się zapotrzebowaniem na powszechny dostęp szerokopasmowy o coraz większej szybkości.

Decyzja określająca wskaźnik WACC, przyczyni się do zachowania racjonalnego poziomu inwestowania w NGA oraz odpowiedniego poziomu cen oferowanych zarówno użytkownikom końcowym, jak i OA 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 i interesów OA 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 uwidoczniona 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 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 przypadku decyzji określającej wskaźnik WACC zwłoka w jej wykonaniu może spowodować negatywne skutki zarówno dla użytkowników końcowych, jak i dla OA korzystających z usług OPL na zasadach hurtowych. Brak implementacji odpowiedniej wysokości wskaźnika WACC dla inwestycji podejmowanych w NGA 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 NGA 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 za nadaniem decyzji rygoru natychmiastowej wykonalności, o którym mowa w pkt II sentencji przemawia wyjątkowo ważny interes strony, ponieważ określony decyzją wskaźnik WACC jest wykorzystywany przez OPL w kalkulacji kosztów. W rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług na Rynku 5 OPL 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 (uwzględniające wskaźnik WACC) podlegają badaniu zgodności z przepisami prawa oraz zatwierdzonymi przez Prezesa UKE instrukcją z prowadzonej rachunkowości regulacyjnej za zamknięty rok obrotowy 2018 i Opisem kalkulacji kosztów usług szerokopasmowej transmisji danych na rok 2020, 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 stanowi zatem zasadniczy element realizacji przez OPL obowiązku prowadzenia kalkulacji kosztów (z art. 50 ust. 2 Pt). Jej stosowanie warunkuje możliwość przekazania Prezesowi UKE przez OPL 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 2019 r.

W ocenie Prezesa UKE, nadanie 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 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 albo wnieść skargę do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie bez skorzystania z prawa zwrócenia się do Prezesa UKE z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy.

Wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy wnosi się w terminie 14 dni od dnia doręczenia decyzji stronie (art. 127 § 3 w zw. z art. 129 § 2 kpa).

Stosownie do art. 127a § 1 w związku z art. 127 § 3 *in fine* kpa, w trakcie biegu terminu do zwrócenia się do Prezesa UKE z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy, strona może zrzec się prawa do wniesienia tego wniosku wobec Prezesa UKE. Z dniem doręczenia Prezesowi UKE oświadczenia o zrzeczeniu się prawa do wniesienia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy przez ostatnią ze stron postępowania, decyzja staje się ostateczna i prawomocna (art. 127a § 2 w związku z art. 127 § 3 *in fine* kpa).

Skargę do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie wnosi się za pośrednictwem Prezesa UKE w terminie 30 dni od dnia doręczenia niniejszej decyzji, na podstawie art. 3 § 2 pkt 1, art. 13 § 1 i § 2, art. 50 § 1, art. 52 § 1 i § 3, art. 53 § 1 i art. 54 § 1 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (t.j.: Dz. U. z 2018 r., poz. 1302 z późn. zm., dalej „Ppsa”).

Ponadto, strona ma prawo wniesienia skargi do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z zastrzeżeniem art. 54a Ppsa, w myśl którego skarga zostanie przekazana do rozpoznania sądowi, o ile inna strona tego postępowania nie zwróci się do Prezesa UKE z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy. W takim bowiem przypadku Prezes UKE zobowiązany jest rozpatrzyć skargę jak wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy (art. 54a § 1 i § 2 Ppsa).

Od skargi na decyzję, wszczynającej postępowanie przed sądem administracyjnym pobiera się wpis stały w wysokości 200 zł, na podstawie § 2 ust. 1 pkt 2 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 grudnia 2003 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz.U. z 2003, Nr 221, poz. 2193 z późn. zm.) w związku z art. 230 Ppsa.

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

z up. Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej
Zastępca Prezesa

Karol Krzywicki

Otrzymują:

1. Pani Jolanta Zbiorczyk
Pełnomocnik Orange Polska S.A.
Kalkulacje Kosztów Usług
ul. 23 Lutego 26
61-743 Poznań
2. Pani Katarzyna Stempel
Pełnomocnik Krajowej Izby Gospodarczej
Elektroniki i Telekomunikacji
ul. Stępińska 22/30
00-739 Warszawa