



**PREZES
URZĘDU KOMUNIKACJI ELEKTRONICZNEJ**

Orange Polska S.A.

Al. Jerozolimskie 160
02-326 Warszawa

Podmioty na prawach strony:

**Krajowa Izba Gospodarcza
Elektroniki i Telekomunikacji**

ul. Stępińska 22/30
00-739 Warszawa

**Polska Izba Informatyki
i Telekomunikacji**

Al. Jerozolimskie 136, IX piętro
02-305 Warszawa

DECYZJA

Na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 w związku z art. 127 § 3 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j.: Dz. U. z 2021 r., poz. 735 z późn. zm., dalej „kpa”) oraz na podstawie art. 53 ust. 1 w zw. art. 206 ust. 1 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. Prawo telekomunikacyjne (t.j.: Dz. U. z 2021 r., poz. 576 z późn. zm., dalej „Pt”), po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego wszczętego na wniosek Krajowej Izby Gospodarczej Elektroniki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie (dalej „KIGEiT” lub „Izba”) z dnia 25 czerwca 2021 r. o ponowne rozpatrzenie sprawy zakończonej wydaniem decyzji Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej (dalej „Prezes UKE”) z dnia 11 czerwca 2021 r. nr DR.WORK.609.5.2020.36 (dalej „Zaskarżona Decyzja”) w przedmiocie określenia wskaźnika zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału (dalej „wskaźnik WACC¹”) stosowanego przez Orange Polska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej „OPL”) w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt,

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

I.1. określám dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 8,88%,

mający zastosowanie w kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2022 w odniesieniu do usług realizowanych przez OPL na hurtowym rynku usługi lokalnego dostępu w stałej lokalizacji (dalej „Rynek 3a”) oraz hurtowym rynku usługi centralnego dostępu w stałej lokalizacji dla produktów rynku masowego (dalej „Rynek 3b”), w zakresie, w jakim

¹ ang. Weighted Average Cost of Capital.

są one realizowane w oparciu o infrastrukturę światłowodową sieci dostępowej, którym 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. określam dla OPL wskaźnik WACC w wysokości 7,04%,

mający zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2022 w odniesieniu do pozostałych usług realizowanych na Rynku 3a i Rynku 3b, w tym w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą sieci dostępowej, której w kalkulacji kosztów prowadzonej przez OPL nie odpowiadają modelowe elementy sieci wskazane powyżej.

UZASADNIENIE

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

Decyzją z dnia 22 października 2019 r. nr DR.SMP.6040.1.2019.74 (dalej „Decyzja SMP 3a”) Prezes UKE wyznaczył OPL jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3a. W związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3a, OPL ma obowiązek prowadzenia rachunkowości regulacyjnej na podstawie art. 38 Pt oraz kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie art. 39 Pt, objętych tą decyzją.

Decyzją z dnia 22 października 2019 r. nr DR.SMP.6040.2.2019.90 (dalej „Decyzja SMP 3b”) Prezes UKE wyznaczył OPL, jako przedsiębiorcę telekomunikacyjnego o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3b. W związku z wyznaczeniem OPL jako przedsiębiorcy o znaczącej pozycji rynkowej na Rynku 3b, OPL ma obowiązek prowadzenia rachunkowości regulacyjnej na podstawie art. 38 Pt oraz kalkulacji uzasadnionych kosztów świadczenia dostępu telekomunikacyjnego na podstawie art. 39 Pt, objętych tą decyzją.

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

W dniu 1 lipca 2020 r. w związku z Zawiadomieniem KE, BEREC opublikował raport pt. „Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice” (dalej „Raport BEREC I³”). W Raporcie BEREC zostały wskazane wartości parametrów, które krajowy regulator będzie stosował w celu wyznaczenia wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej.

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

³ ang. Body of European Regulators for Electronic Communications - Organ Europejskich Regulatorów Łączności Elektronicznej.

Pismem z dnia 4 listopada 2020 r. Prezes UKE zawiadomił OPL, KIGEiT, Polską Izbę Informatyki i Telekomunikacji z siedzibą w Warszawie (dalej „PIIT”), Polską Izbę Komunikacji Elektronicznej z siedzibą w Warszawie oraz Krajową Izbę Komunikacji Ethernetowej z siedzibą w Warszawie o wszczęciu postępowania administracyjnego w przedmiocie określenia wskaźnika WACC stosowanego przez OPL w kalkulacji kosztów, o której mowa w art. 50 ust. 2 Pt, informując jednocześnie, że zgodnie z art. 31 § 1 pkt 2 kpa organizacja społeczna może wystąpić do organu z żądaniem dopuszczenia jej do udziału w postępowaniu, jeżeli jest to uzasadnione celami statutowymi tej organizacji i gdy przemawia za tym interes społeczny. Ponadto, Prezes UKE poinformował, 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 16 listopada 2020 r. (data wpływu do UKE w dniu 16 listopada 2020 r.) KIGEiT wniosła o dopuszczenie do udziału w postępowaniu na prawach strony.

Pismem z dnia 26 listopada 2020 r. (data wpływu do UKE dnia 27 listopada 2020 r.) PIIT wniosła o dopuszczenie do udziału w postępowaniu na prawach strony.

Postanowieniem z dnia 27 listopada 2020 r. Prezes UKE dopuścił KIGEiT do udziału w postępowaniu na prawach strony.

Postanowieniem z dnia 8 grudnia 2020 r. Prezes UKE dopuścił PIIT do udziału w postępowaniu na prawach strony.

Pismem z dnia 25 lutego 2021 r., Prezes UKE poinformował OPL, KIGEiT oraz PIIT, iż do materiału dowodowego zostały dołączone kopie Zawiadomienia KE i Raportu BEREC.

Pismem z dnia 10 marca 2021 r. (data wpływu do UKE w dniu 10 marca 2021 r.) KIGEiT przedstawiła stanowisko w sprawie (dalej „Stanowisko KIGEiT”).

W dniach od 22 kwietnia 2021 r. do 25 maja 2021 r. Prezes UKE przeprowadził postępowanie konsolidacyjne projektu decyzji rozstrzygającej sprawę określenia wskaźnika WACC dla OPL.

Pismem z dnia 25 maja 2021 r. KE, przedstawiła stanowisko (dalej „Stanowisko KE⁴”) w sprawie konsolidowanego projektu decyzji.

Pismem z dnia 26 maja 2021 r., Prezes UKE zawiadomił OPL, KIGEiT oraz PIIT, iż zgodnie z art. 10 § 1 kpa, mogą zapoznać się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także wypowiedzieć się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań. Do dnia wydania Zaskarżonej Decyzji żadna ze stron nie złożyła stanowiska w sprawie.

W dniu 11 czerwca 2021 r. Prezes UKE wydał Zaskarżoną Decyzję.

W dniu 15 czerwca 2021 r. w związku z Zawiadomieniem KE, BEREC opublikował raport z dnia 10 czerwca 2021 r. pt. „Report on WACC parameter calculations according to the European Commission’s WACC Notice”⁵ (dalej „Raport BEREC II⁶”). W Raporcie BEREC II zostały wskazane wartości parametrów, które krajowy regulator będzie stosował w celu wyznaczenia wskaźnika WACC dla infrastruktury miedzianej.

⁴ [Stanowisko Komisji Europejskiej – konsolidacja projektu decyzji określającej wskaźnik WACC dla Orange Polska S.A. - Urząd Komunikacji Elektronicznej \(uke.gov.pl\)](#).

⁵ [BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6 November 2019 \(europa.eu\)](#).

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

Pismem z dnia 25 czerwca 2021 r. (data wpływu do UKE dnia 25 czerwca 2021 r.) KIGEiT złożyła wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji (dalej „Wniosek KIGEiT”). W ocenie KIGEiT, Zaskarżona Decyzja zawiera błędne ustalenie wskaźnika WACC, którego wartość powinna zostać ponownie przeliczona i wyznaczona w oparciu o prawidłowo ustalone składowe wskazane we Wniosku KIGEiT. Zdaniem KIGEiT błędna kalkulacja składowych WACC dotyczy: współczynnika Beta, struktury kapitału, stopy wolnej od ryzyka, premii za udostępnienie kapitału własnego (ERP) oraz premii za ryzyko inwestycyjne w sieci światłowodowej. Zaskarżonej Decyzji KIGEiT zarzuciła:

1. naruszenie prawa materialnego, które miało wpływ na wynik sprawy, tj. art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 kpa poprzez ustalenie wartości wskaźnika WACC w nieprawidłowej wysokości,
2. naruszenie art. 7, art. 8 i art. 9 kpa oraz art. 77 § 1 kpa przez brak wszechstronnej oceny i analizy oraz brak wyczerpującego wyjaśnienia przyjętego przez Prezesa UKE rozstrzygnięcia, w szczególności wyjaśnienia zasadności przyjęcia poszczególnych paramentów wykorzystywanych do kalkulacji WACC dla OPL.

W związku ze sformułowanymi zarzutami KIGEiT wniosła o:

1. uchylenie Zaskarżonej Decyzji w całości i orzeczenie co do istoty sprawy na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 kpa;
2. określenie wskaźnika WACC dla OPL, mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2022:
 - a) uwzględniając wartość Beta „rynkowego” w wysokości 0,53 tj. średniej wartości Beta aktywów wyznaczonej zgodnie z Raportem BEREC I;
 - b) uwzględniając wartość udziału kapitału własnego i obcego wyznaczoną na podstawie danych z publicznie dostępnych rocznych sprawozdań finansowych;
 - c) uwzględniając wartości ERP w wysokości 4,18% wyznaczoną jako średnia geometryczna wartości ERP krajów UE (Tabela 11 Raportu BEREC I);
 - d) bez doliczania dodatkowej premii za ryzyko inwestycyjne.

Pismem z dnia 6 lipca 2021 r. Prezes UKE zawiadomił OPL, PIIT oraz KIGEiT o wszczęciu postępowania administracyjnego w przedmiocie ponownego rozpatrzenia sprawy zakończonej Zaskarżoną Decyzją. Jednocześnie, Prezes UKE powiadomił Strony o przysługującym im na podstawie art. 10 § 1 kpa prawie do zapoznania się z materiałem zgromadzonym w sprawie, a także do wypowiedzenia się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań.

Pismem z dnia 1 października 2021 r. (data wpływu do UKE dnia 1 października 2021 r.) KIGEiT złożyła dodatkowe stanowisko w sprawie (dalej „Stanowisko KIGEiT 2021”). W Stanowisku KIGEiT 2021, KIGEiT zarzuciła Zaskarżonej Decyzji naruszenie art. 7 oraz art. 77 kpa poprzez wyliczenie wskaźnika WACC na potrzeby kalkulacji kosztów w 2022 r. w oparciu o nieaktualny, na dzień wydawania Zaskarżonej Decyzji, Raport BEREC I. Ponadto, KIGEiT wniosła o określenie wskaźnika WACC dla OPL mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2022 w oparciu o wartości parametrów określone w aktualnym na dzień wydania Zaskarżonej Decyzji, Raporcie BEREC II, z uwzględnieniem wartości udziału kapitału własnego i obcego wyznaczonej na podstawie danych ze sprawozdania finansowego OPL za 2020 r. oraz określenie wskaźnika WACC dla OPL

mającego zastosowanie do kalkulacji kosztów przewidywanych na rok 2022 z zastosowaniem prawidłowej formuły gearing zgodnej z Zawiadomieniem KE.

Pismem z dnia 14 grudnia 2021 r., Prezes UKE wezwał KIGEiT do przedstawienia wyjaśnień czy w sprawie KIGEiT jest reprezentowany przez pełnomocnika.

Pismem z dnia 16 grudnia 2021 r. (data wpływu do UKE w dniu 16 grudnia 2021 r.) KIGEiT przedstawiła odpowiedź na wezwanie Prezesa UKE wskazując, iż nie występuje pełnomocnik w sprawie.

Po dokonaniu ponownej analizy całości materiału dowodowego zgromadzonego w sprawie w zakresie określenia wskaźnika WACC, Prezes UKE zważył, co następuje.

Zgodnie z art. 206 ust. 1 Pt, postępowanie przed Prezesem UKE prowadzone jest na podstawie kpa ze zmianami wynikającymi z Pt oraz ustawy z dnia 7 maja 2010 r. o wspieraniu rozwoju usług i sieci telekomunikacyjnych (t.j.: Dz. U. z 2021 r., poz. 777 ze zm.).

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

Odnosząc brzmienie przywołanych przepisów do okoliczności sprawy należy uznać, iż KIGEiT poprzez przesłanie Wniosku KIGEiT przez PUE⁷ w dniu 25 czerwca 2021 r. zachowała wymagany przez przepisy prawa termin 14 (czternastu) dni na złożenie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy (Zaskarżona Decyzja została doręczona KIGEiT w dniu 11 czerwca 2021 r.). Należy zatem stwierdzić, że w sprawie zrealizowane zostały przesłanki wynikające z art. 127 § 3 oraz 129 § 2 kpa, upoważniające i zobowiązujące Prezesa UKE do ponownego rozpatrzenia sprawy administracyjnej zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji oraz do wydania nowego rozstrzygnięcia w tym zakresie.

Zgodnie z poglądem ugruntowanym w doktrynie prawa i orzecznictwie sądowym, istotą postępowania odwoławczego jest ponowne merytoryczne rozpoznanie i rozstrzygnięcie sprawy administracyjnej, która była już przedmiotem rozstrzygnięcia organu pierwszej instancji, a nie zaś jedynie kontrola decyzji organu pierwszej instancji, czy też rozpatrzenie zasadności zarzutów podniesionych w odwołaniu (Adamiak, w: Adamiak/Borkowski, Kodeks postępowania administracyjnego Komentarz, 8. wyd., Warszawa 2006, Art. 138 Nb 1, oraz wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego (dalej „NSA”) z dnia 9 października 1992 r., V S.A. 137/92; opubl. ONSA z. 1/1992, poz. 22). Organ jest zobowiązany zatem do ponownego rozważenia wszystkich istotnych dla sprawy okoliczności faktycznych i prawnych, a w razie konieczności do przeprowadzenia uzupełniającego postępowania dowodowego (art. 136 kpa), co w efekcie ma doprowadzić do wydania nowego rozstrzygnięcia w sprawie, które wyeliminuje ewentualne wady decyzji wydanej przez organ pierwszej instancji. Tak ukształtowany zakres postępowania odwoławczego jest wyrazem realizacji wynikającej z art. 15 kpa zasady dwuinstancyjności postępowania administracyjnego, zgodnie z którą obywatel ma prawo do dwukrotnego rozpoznania i rozstrzygnięcia jego sprawy przez kompetentny organ władzy państwowej (Adamiak, w: Adamiak/Borkowski, Kodeks

⁷ Platformę Usług Elektronicznych UKE

postępowania administracyjnego Komentarz, 8. wyd., Warszawa, Art. 15 Nb 1). Skutkiem złożenia przez stronę odwołania jest zatem zainicjowanie administracyjnego toku instancji, w ramach którego następuje przekazanie kompetencji do rozpoznania i rozstrzygnięcia sprawy indywidualnej z organu I instancji na organ II instancji.

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

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

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

Zgodnie z art. 138 § 1 kpa organ odwoławczy wydaje decyzję, w której: 1) utrzymuje w mocy zaskarżoną decyzję albo 2) uchyla zaskarżoną decyzję w całości albo w części i w tym zakresie orzeka co do istoty sprawy albo uchylając tę decyzję - umarza postępowanie pierwszej instancji w całości albo w części, albo 3) umarza postępowanie odwoławcze.

Po dokonaniu ponownego rozpatrzenia sprawy, z zachowaniem wyżej przytoczonych standardów postępowania odwoławczego, Prezes UKE, na podstawie art. 138 § 1 pkt 2 kpa, uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości i orzekł co do istoty sprawy. Zdaniem Prezesa UKE przy

ponownym rozpatrzeniu sprawy należało uwzględnić m.in. fakt, że dnia 15 czerwca 2021 r. tj. po wydaniu Zaskarżonej Decyzji, opublikowany został Raport BEREC II. Szczegółowe wyjaśnienie motywów całości ww. rozstrzygnięcia podjętego w decyzji przedstawione zostało w dalszej części uzasadnienia.

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

W związku z powyższym, Prezes UKE ponownie przeanalizował materiał dowodowy zebrany w sprawie, zarówno w postępowaniu zakończonym wydaniem Zaskarżonej Decyzji, jak i w niniejszym postępowaniu, z uwzględnieniem treści art. 53 ust. 1 Pt.

Zgodnie z tym artykułem Prezes UKE określa corocznie, w drodze decyzji, dla przedsiębiorcy telekomunikacyjnego, na którego nałożył obowiązek prowadzenia kalkulacji kosztów, wskaźnik WACC, który przedsiębiorca telekomunikacyjny stosuje w kalkulacji kosztów, uwzględniając udokumentowane koszty pozyskania kapitału, pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym, typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz koszty zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach.

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

W pierwszej kolejności podkreślenia wymaga, że ponownie analizując kwestię poprawności kalkulacji wskaźnika WACC, Prezes UKE oparł się na wytycznych szczegółowych w zakresie metodyki przedstawionej w Zawiadomieniu KE oraz wartości poszczególnych parametrów służących wyznaczeniu wskaźnika WACC zaprezentowanych w aktualnym Raporcie BEREC II. W tym względzie Prezes UKE zmienił rozstrzygnięcie podjęte w Zaskarżonej Decyzji, w której ustalając WACC oparł się na wytycznych zawartych w Raporcie BEREC I. Na dzień wydania niniejszej decyzji, zmiana uległ stan faktyczny sprawy. Dostępne są bowiem bardziej aktualne dane (tj. Raport BEREC II). W związku z powyższym Prezes UKE, uznał za właściwe, w ramach ponownej merytorycznej analizy sprawy, zbadanie, przyjęcie i ustalenie wskaźnika WACC na podstawie danych z Raportu BEREC II.

Powyższe wychodzi naprzeciw treści Stanowiska KIGEiT 2021, w zakresie wyliczenia wskaźnika WACC na potrzeby kalkulacji kosztów na 2022 r. w oparciu o dane z Raportu BEREC II, zamiast w oparciu o dane z Raportu BEREC I, który miał zastosowanie w Zaskarżonej Decyzji. Prezes UKE w związku z tym wyjaśnia, co następuje.

Jak wynika z Raportu BEREC II, odnosząc się do poszczególnych parametrów służących wyznaczeniu wskaźnika WACC, w przypadku parametrów odzwierciedlających ogólne warunki ekonomiczne, BEREC oszacował RFR⁸ dla każdego państwa członkowskiego oraz jednolitą ogólnounijną ERP⁹. W przypadku, parametrów specyficznych dla przedsiębiorstwa, BEREC opracował wykaz przedsiębiorstw odpowiednich do uwzględnienia w grupie podobnych przedsiębiorstw tzw. „peer group” i oszacował wartość współczynnika Beta¹⁰, wskaźnik gearing¹¹ (w konsekwencji udział kapitału własnego i kapitału obcego), premię z tytułu zadłużenia (Debt Premium¹²) dla każdego przedsiębiorstwa ujętego w tym wykazie. Raport BEREC II opisuje również czynniki uzasadniające usunięcie jednej lub większej liczby firm z grupy porównawczej BEREC w celu uwzględnienia specyfiki kraju. Aby odzwierciedlić specyfikę kraju, krajowe organy regulacyjne powinny w razie potrzeby zmienić spółki należące do grupy porównawczej, wybierając te, które najlepiej odzwierciedlają ich specyfikę krajową. Może to oznaczać usunięcie spółek z grupy porównawczej, ale nie dodawanie innych. Niemniej tam, gdzie to możliwe, krajowe organy regulacyjne powinny również utrzymywać jak najszerszą grupę porównawczą, wykorzystując przedsiębiorstwa wymienione w tabeli 3 Raportu BEREC II, które są reprezentatywne dla specyfiki kraju.

Podczas szacowania parametrów BEREC wzięły pod uwagę założenia wspólne dla kilku parametrów wskaźnika WACC, takich jak okres uśredniania danych i metodę uśredniania. Takie podejście ma na celu zapewnienie „wewnętrznej spójności” szacunków. Dla zachowania spójności ustalania wszystkich parametrów jako datę końcową w Raporcie BEREC II przyjęto 1 kwietnia 2021 r.

Prezes UKE, określając wskaźnik WACC, stosował wartości parametrów z Raportu BEREC II i na podstawie tych parametrów przyjął jednolitą wartość RFR i ERP oraz zastosował średnie arytmetyczne wartości wskaźnika gearing, Debt Premium oraz Betę opierając się na pełnej liście spółek z grupy porównawczej. Zdaniem Prezesa UKE, wartości w takim ujęciu uwzględniają specyfikę funkcjonowania przedsiębiorstwa, jakim jest OPL, jako operatora funkcjonującego w ramach UE.

Biorąc pod uwagę przesłankę udokumentowanych kosztów pozyskania kapitału, na potrzeby wyliczenia wysokości wskaźnika WACC, Prezes UKE, ponownie merytorycznie rozpatrując sprawę zakończoną wydaniem Zaskarżonej Decyzji, oparł się na danych finansowych wskazanych w Raporcie BEREC II. Prezes UKE przyjął stopę wolną od ryzyka (RFR) dla Polski w wysokości 2,62% (tabela 2 Raportu BEREC II), Debt Premium w wysokości 1,15% jako średnia arytmetyczna tych wartości dla grupy porównawczej (tabela 4 Raportu BEREC II),

⁸ ang. Risk Free Rate – stopa wolna od ryzyka to wymagany przez inwestorów zwrot z inwestycji wolnej od ryzyka.

⁹ ang. Equity Risk Premium - oczekiwany przez inwestorów zwrot przewyższający stopę zwrotu wolną od ryzyka z tytułu dodatkowego ryzyka związanego z inwestycją rynkową.

¹⁰ Wartość Beta jest kowariancją między zwrotem z aktywów (zazwyczaj wartością rynkową przedsiębiorstwa) a zyskiem rynkowym (zazwyczaj wartością rynkową indeksu giełdowego, która ma odzwierciedlać cały rynek lub gospodarke) podzieloną przez wariancję zysku rynkowego. W przypadku akcji o wartości współczynnika Beta większej niż 1,0 wpływ ogólnych zmian rynkowych jest relatywnie większy, podczas gdy w przypadku akcji o wartości współczynnika Beta między 0 a 1,0 wpływ ogólnych zmian rynkowych jest relatywnie mniejszy. Na przykład wartość Beta na poziomie 0,5 oznacza, że gdyby rynek zmniejszył się o 1 %, można by oczekiwać spadku wartości inwestycji o 0,5 %. Wartość Beta na poziomie 1,5 oznacza, że gdyby rynek zmniejszył się o 1 %, można by oczekiwać spadku wartości inwestycji o 1,5 %.

¹¹ Wskaźnik stosunku kapitałów własnych do obcych.

¹² Premia z tytułu zadłużenia.

Equity Beta 0,75 oraz gearing 39,22% jako średnia arytmetyczna tych wartości dla grupy porównawczej (tabela 6 Raportu BEREC II), ERP 5,50% (tabela 10 Raportu BEREC II). W oparciu o wartość gearing 39,22% Prezes UKE, wyprowadził do wzoru dla WACC wartości dla struktury kapitału: Wartość gearing (g) posłużyła do wyznaczenia udziału kapitału obcego na poziomie 28,17% według formuły $g/(g+100)$, a następnie do wyznaczenia kapitału własnego na poziomie 71,83% jako różnica wartości $100\%-28,17\%$.

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 emitentów¹³) poprzez instrumenty tego rynku (np. akcje, obligacje, kredyty itp.).

Prezes UKE wskazuje, iż w tym względzie należy odnieść się do grupy porównawczej z Raportu BEREC II pkt 3.4, tabela 1. Według Raportu BEREC II, grupa porównawcza została zdefiniowana poprzez wybór spółek spełniających kryteria z Zawiadomienia KE. Spółki w grupie porównawczej:

- są notowane na giełdzie i posiadają akcje w obrocie;
- posiadają i inwestują w infrastrukturę łączności elektronicznej;
- mają główne operacje zlokalizowane na terenie Unii Europejskiej (dalej „UE”);
- posiadają rating inwestycyjny (rating kredytowy BBB / Baa3 lub wyższy);
- nie są lub w ostatnim czasie nie były zaangażowane w żadne istotne fuzje i przejęcia.

BEREC zastosował ww. kryteria, jak również biorąc pod uwagę specyfikę kraju, przygotował listę spółek, które znalazły się w grupie porównawczej edycji Raportu BEREC z dnia 10 czerwca 2021 r. (Raport BEREC II podlega corocznej aktualizacji). Źródłem danych przyjętym do sprawdzenia, czy spółka jest notowana na giełdzie, był serwis Bloomberg’a.

Tabela 1. Grupa porównawcza 2021 r.

Spółka	Kraj	S&P ¹⁴ rating z dnia 22 kwietnia 2020 r.	Rating z ostatniego przeglądu S&P	Symbol giełdowy spółki
Deutsche Telekom-AG	Niemcy	BBB	1 kwietnia 2020 r.	DTE GR
Elisa Oyj	Finlandia	BBB+	1 marca 2021 r.	ELISA FH
Koninklijke KPN N.V.	Holandia	BBB	22 marca 2021 r.	KPN NA
NOS	Portugalia	BBB-	29 marca 2021 r.	NOS PT
Orange S.A.	Francja	BBB+	18 września 2020 r.	ORA FP
Proximus S.A.	Belgia	A	16 lutego 2020 r.	PROX BB
Tele 2 AB	Szwecja	BBB	23 listopada 2020 r.	TEL2B SS
Telecom Italia	Włochy	BB+	6 października 2020 r.	IT_MI
Telefonica	Hiszpania	BBB-	24 marca 2021 r.	TEF SM
Telekom Austria AG	Austria	BBB+	10 kwietnia 2020 r.	TKA AV
Telenet Group Holding N.V.	Belgia	BB-	17 lipca 2020 r.	TNET BB
Telenor	Norwegia	A-	8 lipca 2020 r.	TEQ
Telia Company AB	Szwecja	BBB+	13 stycznia 2021 r.	TELIA SS
Vodafone Group plc	Wielka Brytania	BBB	29 lipca 2020 r.	VOD LN

źródło: Raport BEREC II

Jednym z kryteriów były informacje na temat ratingu kredytowego publikowanego przez agencję ratingową S&P. S&P przyznaje oceny ratingowe w skali od „AAA” do „D”, które służą

¹³ źródło: Rynek kapitałowy i terminowy, S. Thiel, Warszawa, październik 2010, Wydanie II zaktualizowane, s. 139 (http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek%20kapitałowy_tcm75-25920.pdf).

¹⁴ agencja ratingowa Standard & Poor’s.

do przekazywania opinii na temat poziomu ryzyka kredytowego przedsiębiorstwa czy kraju. Spółki znajdujące się w grupie porównawczej opracowanej przez BEREC prezentuje tabela 1.

Premia za ryzyko – Dept Premium (DP) jest czynnikiem stosowanym w wyliczeniu kosztu kapitału obcego, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części Decyzji. Premia za ryzyko stanowi rekompensatę, dodatkowy zwrot, którego pożyczkodawcy żądają od firmy o danym ryzyku kredytowym ponad RFR. Prezes UKE przyjął wartość DP na poziomie 1,15% dysponując wartością DP wynikającą z Raportu BEREC II pkt 4.5, tabela 4. Parametr DP został bezpośrednio implementowany do ogólnej formuły WACC.

Kolejnym czynnikiem wymienionym w art. 53 ust. 1 Pt jest typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału, zwłaszcza dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Przez ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału należy rozumieć sytuację nieuzyskania oczekiwanego zwrotu przez właściciela zaangażowanego kapitału. W literaturze przedmiotu¹⁵ wskazuje się, że ryzyko jest mierzone poprzez współczynnik ryzyka Beta, który wyraża się relacją zmienności stopy zwrotu z danego instrumentu (np. akcji) w stosunku do zmienności rynkowej stopy zwrotu. Współczynnik Beta jest miernikiem ryzyka systematycznego wynikającego z uwarunkowań makroekonomicznych związanych ze wzrostem stóp procentowych oraz ryzyka związanego z popytem, dotyczącego wszystkie przedsiębiorstwa w gospodarce.

Współczynnik Beta jest jednym ze współczynników służących do wyliczenia kosztu kapitału własnego (Equity), przyjmowanych we wzorze do wyliczenia wskaźnika WACC. Prezes UKE przyjął wartość Bety kapitału własnego (Beta Equity) na poziomie 0,75 dysponując wartością Bety kapitału własnego z Raportu BEREC II pkt 5.5, tabela 6. Parametr jako średnia arytmetyczna dla grupy porównawczej został bezpośrednio implementowany do formuły WACC.

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

Obliczenie przez BEREC stopy wolnej od ryzyka oparto w Raporcie BEREC II na danych uzyskanych z serwisu Eurostat – wiarygodnego, przejrzystego i publicznie dostępnego źródła informacji w odniesieniu do dochodu z obligacji skarbowych krajów członkowskich UE. Jak wynika z Raportu BEREC II, został przyjęty dochód z obligacji skarbowych na rynku wtórnym, bez podatku, z rezydualnym terminem zapadalności wynoszącym 10 lat¹⁶. Dochód z 10 letnich obligacji zazwyczaj jest bardziej stabilny niż w przypadku obligacji o krótszym terminie zapadalności i bardziej spójny z długim cyklem życia inwestycji w sieciach łączności elektronicznej.

Kolejny element uwzględniany przy określaniu kapitału własnego, obejmujący typowe ryzyko związane z zaangażowanym kapitałem, to premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego (ERP), która określa średnią stopę zwrotu, ponad stopę wolną od ryzyka, wymaganą przez akcjonariuszy w długim horyzoncie inwestycyjnym. W Raporcie BEREC II obliczenia ERP

¹⁵ źródło: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 43.

¹⁶ Rezydualny termin zapadalności to czas pozostały do spłaty obligacji. Pozostały okres zapadalności powinien być jak najbliższy 10 lat, ponieważ zalecany rezydualny termin zapadalności obligacji powinien wynosić od 9,5 do 10,5 roku. W związku z tym obligacje w koszyku muszą być regularnie wymieniane, aby uniknąć przesunięcia w terminach zapadalności

są oparte na zbiorze danych z serwisu Morningstar i danych pochodzących z serwisu Bloomberg'a przy użyciu „implikowanej metody wyceny”¹⁷.

Jak już wskazano, 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 przez BEREC z serwisu Morningstar i Bloomberg (zgodnie z Raportem BEREC II). Wysokość tego wskaźnika została oszacowana przez BEREC w oparciu o roczne zwroty akcji i obligacji. Ogólnounijne ERP, jest średnią ważoną ERP przy użyciu historycznych szeregów czasowych dla 13 państw członkowskich UE z lat 1900 r. – 2020 r. oraz historycznych szeregów czasowych dla 15 państw członkowskich UE nieuwzględnionych w zestawie danych serwisu Morningstar obliczonych przy użyciu metody wyceny z wykorzystaniem serwisu Bloomberg'a (zgodnie z Raportem BEREC II).

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

1. Określenie wskaźnika WACC

Koszt kapitału wyznacza koszt finansowania przedsiębiorstwa i odpowiada minimalnej oczekiwanej przez właścicieli kapitału stopie zwrotu, od której uzależnione jest podjęcie

¹⁷ Obliczenie, które można nazwać implikowaną metodą wyceny, opiera się według Raportu BEREC na następujących trzech krokach. Najpierw określa się główny indeks akcji dla każdego rynku wraz z rocznym wskaźnikiem P/E (ceny akcji/zysków spółki na akcję) dla każdego indeksu pobranego z Bloomberg'a zapewnia wycenę każdego rynku akcji. Po drugie, obliczana jest odwrotność wskaźnika P/E ($1/(P/E)$), który jest stopą zysku. Jest to procent tego, ile firma zarabia na jednej akcji, czyli w tym przypadku, ile zarabiają wszystkie akcje w indeksie. Odzwierciedla to zwrot z inwestycji w kapitał. Trzecim krokiem jest odjęcie średniej rocznej stopy procentowej wolnej od ryzyka długoterminowych obligacji skarbowych od zysku, co daje premię za ryzyko kapitałowe w ujęciu rocznym.

decyzji o dokonaniu inwestycji. Jak wskazuje poniższa tabela zaczerpnięta z raportu Frontier Economics pt. „*Input data and intermediate calculations*¹⁸” przygotowanego dla Institute Luxembourgeois de Regulation (ILR), można wskazać na cztery istotne cechy regulacyjnego kosztu kapitału.

Tabela 2. Cztery istotne cechy kosztu kapitału

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

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

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

Wykorzystanie wskaźnika WACC jako miary poziomu uzasadnionego zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału jest powszechnie stosowaną praktyką wśród europejskiej grupy regulatorów, jest również rekomendowaną w Zawiadomieniu KE oraz Raporcie BEREC II. 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:

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

gdzie:

r_e – koszt kapitału własnego;

r_d – koszt kapitału obcego;

E – kapitał własny;

D – kapitał obcy;

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

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

Wzór w ww. kształcie został wskazany w Zawiadomieniu KE i zastosowany w Zaskarżonej Decyzji i niniejszej Decyzji. Powyższa formuła jest formułą podstawową, wymagającą uwzględnienia stopy podatku dochodowego. Dla określenia wskaźnika WACC Prezes UKE przyjął powszechnie stosowaną formułę¹⁹ w następującym kształcie:

¹⁸źródło:<http://docplayer.net/15277679-Input-data-and-intermediate-calculations-a-report-prepared-for-ilr-march-2014-frontier-economics-ltd-london.html>.

¹⁹źródło: 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.

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

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

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

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

gdzie:

- RE - koszt kapitału własnego;
- RD - koszt kapitału obcego;
- E - wartość kapitału własnego, stanowi udział kapitału własnego w wartości przedsiębiorstwa ($D+E$);
- D - wartość kapitału obcego, stanowi udział zadłużenia w wartości przedsiębiorstwa ($D+E$);
- T_c - stopa podatkowa CIT - 19%;
- WACC post – tax - wskaźnik po uwzględnieniu podatku;
- WACC pre – tax - wskaźnik przed uwzględnieniem podatku;
- $1 - T_c$ – tarcza podatkowa.

Wskaźnik WACC pre - tax został określony w oparciu o parametry z Raportu BEREC II, ich wartości ustalono stosując 5 letnie okresy uśredniania, daty graniczne to 1 kwietnia 2016 r. – 31 marca 2021 r. 5 letnie okresy uśredniania zostały uznane jako te, które najlepiej odzwierciedlają zwroty z inwestycji telekomunikacyjnych.

1.1 Stopa wolna od ryzyka (RFR)

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość Stopy wolnej od ryzyka (RFR) wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC II. Wartość tego parametru zmieniła się względem wartości wynikającej z Raportu BEREC I. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC w oparciu o aktualne dane z Raportu BEREC II.

Stopa wolna od ryzyka (RFR) to stopa zwrotu, jaką inwestor spodziewałby się osiągnąć z inwestycji w instrumenty finansowe, które teoretycznie nie niosą ze sobą żadnego ryzyka niewykonania zobowiązania, takie jak obligacje rządowe. Jednak nawet najbezpieczniejsze inwestycje mogą wiązać się z pewnym ryzykiem niewykonania zobowiązania. W CAPM²⁰ stopa wolna od ryzyka jest parametrem służącym do obliczania kosztu kapitału własnego i kosztu kapitału obcego:

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

Koszt kapitału obcego = stopa wolna od ryzyka + premia za zadłużenie

W Raporcie BEREC II wskazano, że dotychczasowa praktyka większości krajowych organów regulacyjnych polegała na obliczaniu stopy wolnej od ryzyka przy użyciu rentowności

²⁰ Capital Asset Pricing Model.

10-letnich krajowych obligacji skarbowych²¹. Obliczenie dla każdego kraju stopy wolnej od ryzyka w Raporcie BEREC II opierało się na danych uzyskanych z serwisu Eurostat (dane statystyczne ECB) jako oficjalnego publicznie dostępnego źródła danych UE. Wyjątek stanowiła Islandia i Norwegia, dla których Eurostat nie gromadzi korespondujących danych, stąd dla Islandii przyjęto dane z bazy Bloomberg, zaś dla Norwegii dane publikowane przez Centralny Bank Norwegii. Dane odnoszą się do rentowności obligacji rządowych na rynku wtórnym, bez uwzględnienia podatku, z okresem zapadalności 10 lat w przypadku każdego państwa członkowskiego. Okres uśredniania stosowany przez BEREC do obliczania stopy wolnej od ryzyka dla każdego kraju wynosi pięć lat (1 kwietnia 2016 r. – 31 marca 2021 r.) i jest oparty na miesięcznych danych uzyskanych z serwisu Eurostat. Zastosowana metoda uśredniania to średnia arytmetyczna. Tabela 3 przedstawia dane dla każdego kraju w UE. Wartość stopy wolnej od ryzyka dla Polski to 2,62%.

Tabela 3. Stopa wolna od ryzyka w krajach UE

Kraj	Rating kredytowy kraju	5 letnia średnia arytmetyczna
Austria	AA1	0,26
Belgia	A3	0,36
Bułgaria	BAA1	0,97
Chorwacja	BA1	1,95
Cypr	BA2	1,92
Republika Czeska	AA3	1,27
Dania	AAA	0,10
Estonia	A1	0,97
Finlandia	AA1	0,24
Francja	AA2	0,37
Niemcy	AAA	-0,03
Grecja	BB3	4,04
Węgry	BBB3	2,73
Irlandia	A2	0,50
Włochy	BBB3	1,82
Łotwa	A3	0,45
Litwa	A2	0,35
Luksemburg	AA2	0,12
Malta	A2	0,90
Holandia	AAA	0,15
Polska	A2	2,62
Portugalia	BAA3	1,71
Rumunia	BAA3	4,05
Słowacja	A2	0,47
Słowenia	A3	0,60
Hiszpania	BAA1	1,01
Szwecja	AAA	0,34
Islandia	A3	4,39
Norwegia	AAA	1,38

źródło: Raport BEREC II

Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL, przyjął wyliczoną przez BEREC wartość stopy wolnej od ryzyka przypisaną dla Polski w wysokości 2,62%. Zdaniem Prezesa UKE wykorzystanie obligacji długoterminowych, które są mniej zmienne niż obligacje krótkoterminowe, jest zgodne z długoterminowym charakterem inwestycji w infrastrukturę telekomunikacyjną. Wykorzystanie krajowych obligacji rządowych Polski, wraz ze spójną metodyką, zapewni, iż stopa wolna od ryzyka dla Polski uwzględnia ryzyko właściwe dla Polski i odzwierciedla jej warunki finansowania na tle innych państw członkowskich.

²¹ BEREC Report, Regulatory Accounting in Practice 2019, Chapter 5.2.1 Risk Free Rate, Figure 9 Methodology used to estimate RFR (fixed market), BoR (19) 240, 5 December 2019.

1.2 Premia za zadłużenie i koszt kapitału obcego

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

Koszt kapitału obcego = stopa wolna od ryzyka + premia za zadłużenie

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

Premię za zadłużenie oblicza się jako:

Premia za zadłużenie = koszt długu - stopa wolna od ryzyka

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

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

BEREC, aby obliczyć koszt kapitału obcego, oszacował premię za zadłużenie dla 14 przedsiębiorstw z grupy porównawczej i dodał ją do szacowanego krajowego RFR.

5 letni okres uśredniania, obejmował okres od kwietnia 2016 r. do marca 2021 r., natomiast zapadalność obligacji mieści się w okresie od kwietnia 2027 r. do marca 2035 r.

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

- 1) Zidentyfikowano obligacje korporacyjne, które zostały wyemitowane w walucie krajowej spółek z grupy porównawczej. Obligacje te mają okres zapadalności od 7 do 15 lat (rok zapadalności przypada na okres kwiecień 2027 - marzec 2035), przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.
- 2) Zidentyfikowano obligacje rządowe pasujące do każdej obligacji korporacyjnej, które zostały wyemitowane przez odpowiednie kraje. Obligacje te mają 7-15 letni okres zapadalności (termin zapadalności w okresie kwiecień 2027 - marzec 2035). Ponadto, są one przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Spółka	Premia za zadłużenie (punkty bazowe)	Krajowa stopa wolna od ryzyka	Koszt długu
Deutsche Telekom AG	124	-0,03%	1,21%
Eliza Oyj	73	0,24%	0,97%
Koninkijke Kpn N.V.	116	0,15%	1,31%
Nos	54	1,71%	2,25%
Orange S.A.	84	0,37%	1,17%
Proximus S.A.	92	0,36%	1,28%
Tele2 AB	152	0,34%	1,86%
Telekom Italia	101	1,82%	2,83%
Telefonica S.A.	44	1,01%	1,45%
Telecom Austria AG	78	0,25%	1,03%
Telenet Group Holding N.V.	312	0,36%	3,48%
Telenor	100	1,38%	2,38%
Telia Company AB	131	0,34%	1,65%
Vodafone Group plc	156	0,95%	2,51%
Średnia arytmetyczna	115	-	-

źródło: Raport BEREC II

Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL, przyjął wartość premii za zadłużenie jako średnią wartości premii w grupie porównawczej 14 spółek na poziomie 115 punktów bazowych co daje premię w wysokości 1,15%. Zdaniem Prezesa UKE, premia za zadłużenie, najlepiej odzwierciedli środowisko funkcjonowania OPL jako operatora działającego na jednolitym rynku UE. Także pod kątem metodyki, zastosowane podejście jest najbardziej

odpowiednie, wykorzystuje średnią arytmetyczną wartość, metodę spójną względem pozostałych wskaźników.

1.3 Beta kapitału własnego (Equity) i gearing

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość Beta kapitału własnego (Equity) i gearing wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC II. Wartość tych parametrów zmieniła się względem wartości wynikających z Raportu BEREC I. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC w oparciu o aktualne dane z Raportu BEREC II.

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

Koszt kapitału własnego (RE) = stopa wolna od ryzyka (RFR) + Beta_Equity x premia za ryzyko kapitałowe (ERP)

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

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

Jeśli w idealnym przypadku średnia kowariancja²² portfela będzie równa 0, wszystkie ryzyka papierów wartościowych zostaną wyeliminowane. Niestety akcje zwykle poruszają się razem, a nie niezależnie, więc ryzyko rynkowe jest tym, którego nie można zdywersyfikować. Zatem ryzyko dobrze zdywersyfikowanego portfela zależy od ryzyka rynkowego papierów wartościowych wchodzących w skład portfela. Ryzyko rynkowe jest proporcjonalne do średniej Bety zawartej w portfelu rynkowym.

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

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

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

²² Kowariancja określa tylko kierunek powiązania stóp zwrotu (taki sam albo przeciwny) i jest miarą nieunormowaną.

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

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

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

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

$$g = D/D + E$$

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

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

W Raporcie BEREC II zostały przedstawione dane dotyczące wersji Beta aktywów i dźwigni finansowej dla każdej z 14 firm z grupy porównawczej. W Zawiadomieniu KE stwierdzono, że przy obliczaniu współczynnika Beta kapitału własnego należy korzystać z danych tygodniowych i pięcioletnich okien czasowych, co jest zgodne z oknem czasowym stosowanym do obliczenia stopy wolnej od ryzyka (RFR).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Wartość Beta kapitału własnego obliczono, uwzględniając zwrot każdej spółki ze zwrotem według STOXX Europe TMI. STOXX Europe TMI obejmuje około 95% europejskiej kapitalizacji rynkowej (generalnie ponad 1 400 przedsiębiorstw z różnych sektorów gospodarki) w 17 krajach europejskich: Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Niemczech, Irlandii, Włoszech, Luksemburgu, Holandii, Norwegii, Polsce, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii.

Obliczenia przeprowadzono na podstawie danych tygodniowych. Cotygodniowe oszacowanie poziomu Beta aktywów i dźwigni finansowej pochodzi z danych dziennych zawierających informacje o ostatniej cenie papieru wartościowego i odpowiadającej jej cenie indeksu rynkowego z jednego dnia transakcyjnego z każdego tygodnia, który jest uwzględniony w pięcioletnim okresie od 1 kwietnia 2016 r. do 1 kwietnia 2021 r.

Podobnie, dźwignia finansowa została oszacowana na podstawie tygodniowych obserwacji i pięcioletniego okresu uśredniania. Zadłużenie ocenia się na podstawie wartości księgowej długu netto i danych rocznych z pięciu lat. Zadłużenie netto jest równe zadłużeniu

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

Zdaniem BEREC w szczególności założenie dotyczące definicji długu netto jest częściowo spełnione: stosunek „gotówki” / „ekwiwalentu środków pieniężnych” w odniesieniu do bieżących zobowiązań „płatne obligacje / zadłużenie krótkoterminowe” i „bieżąca część zadłużenia długoterminowego” / „leasing kapitałowy” z bilansu każdego porównywalnego podmiotu wynosi średnio około 0,83.

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

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

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

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

Spółka	Beta equity/kapitału własnego	Gearing /Dźwignia finansowa	Beta asset/Beta aktywów
Deutsche Telekom AG	0,84	48,85%	0,48
Eliza Oyj	0,46	13,61%	0,41
Koninklijke Kpn Nv	0,75	39,12%	0,49
Nos	0,78	21,90%	0,57
Orange S.A.	0,79	50,19%	0,44
Proximus S.A.	0,62	23,02%	0,50
Tele2 AB	0,64	21,32%	0,52
Telekom Italia	1,08	68,24%	0,42
Telefonica S.A.	1,12	55,29%	0,56
Telecom Austria AG	0,69	37,66%	0,47
Telenet Group Holding N.V.	0,70	48,71%	0,41
Telenor	0,42	27,04%	0,33
Telia Company AB	0,68	35,81%	0,48
Vodafone Group plc	0,90	48,26%	0,52
Średnia arytmetyczna	0,75	39,22%	0,47

źródło: Raport BEREC II

Obliczając wskaźnik WACC dla OPL, Prezes UKE, ponownie analizując omawiany parametr, przyjął Betę kapitałów własnych oraz gearing jako średnią wartość Beta kapitałów własnych w grupie porównawczej 14 spółek w wysokości 0,75. Analogicznie średnia arytmetyczna z całej grupy porównawczej została przyjęta w przypadku wskaźnika gearing na poziomie 39,22%. Wartość gearing posłużyła do wyznaczenia udziału kapitału obcego na poziomie 28,17% według następującej formuły $g/(g+100)$, a następnie do wyznaczenia kapitału własnego na poziomie 71,83%.

1.4 Premia za ryzyko udostępnienia kapitału własnego – ERP

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

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość ERP wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC II. Wartość tego parametru zmieniła się względem wartości wynikającej z Raportu BEREC I. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC w oparciu o aktualne dane z Raportu BEREC II.

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

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

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

W celu obliczenia jednego ogólnounijnego ERP, BEREC pobrał dane ze zbioru danych serwisu Morningstar 2021, który zawiera tak zwane DMS Global Returns Data²³ (DMS) z lat 1900-2020 dla następujących 12 państw członkowskich UE: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Holandia, Portugalia, Hiszpania, Szwecja. Dodatkowo uwzględniono dane dla kraju z obszaru EEA tj. dla Norwegii. W przypadku Islandii i innych krajów nie ujętych w bazie DMS, oparto się na danych z serwisu Bloomberg'a.

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

Baza danych DMS obejmuje roczne zwroty z 32 krajów w walutach lokalnych i dolarach amerykańskich odnośnie następujących głównych wielkości:

- Nominalnego całkowitego zwrotu z kapitału własnego,
- Nominalnego całkowitego zwrotu z obligacji,
- Nominalnego całkowitego zwrotu,
- Nominalnej premii na kapitale własnym w porównaniu z obligacjami,
- Nominalnej premii na kapitale własnym w porównaniu z całkowitym zwrotem.

²³ Dimson/Marsh/Staunton (DMS) data, as published in the Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020 by Credit Suisse/London Business School; a Summary Edition of the Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020 is available here: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/aboutus/research/publications/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2020-summary-edition.pdf>.

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

1. Ogólna metodyka serii danych DMS,
2. Premia z tytułu ryzyka cen akcji oceniana dla „Indeksu Europy” zgodnie z dokumentem Yearbook,
3. Premia z tytułu ryzyka cen akcji odpowiednich 12 państw członkowskich UE, w których dostępne są szeregi czasowe.

Szczegółowy przebieg obliczeń, dla potrzeb wydania niniejszej Decyzji z wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy został przedstawiony w rozdziale 6.1 Raportu BEREC II.

1.5 Założenia przyjęte w Raporcie BEREC II w zakresie wyznaczania ERP

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

W przypadku 12 państw członkowskich UE + Norwegia (wymienionych w tabeli 7 Raportu BEREC II) oszacowanie ogólnounijnego ERP opierało się na serii historycznych zwrotów DMS uzyskanych przez BEREC z serwisu Morningstar 2021. Szeregi te nie obejmują pozostałych 13 państw członkowskich UE + Islandii (wymienionych w tabeli 8 Raportu BEREC II).

W przypadku tych państw członkowskich oszacowania dokonano z uwzględnieniem szeregów czasowych stopy zwrotu z kapitału przedstawionych w „implikowanej metodzie wyceny” z wykorzystaniem serwisu Bloomberg’a, w przypadku gdy zastosowano złożony indeks rynku obligacji oparty na długoterminowych obligacjach skarbowych. Przy wyborze indeksu pomijano obligacje powiązane z indeksem inflacji, o ile było to możliwe wykorzystano indeksy waluty lokalnej złożone z obligacji długoterminowych. Szeregi czasowe tych krajów zostały uwzględnione w szacunkach najwcześniej od 2001 r.

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

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

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

Podejście BEREC polegające na zastosowaniu 5-letniego okresu uśredniania (2016–2020) przy obliczaniu wag dla kapitału własnego (z kapitalizacją rynkową) i obligacji (z PKB) zamiast

ważenia „rok po roku” (tak jak w przypadku DMS) prowadzi do „stałej wagi na przestrzeni lat”. Metoda BEREC wykazuje odchylenie w górę w porównaniu z szacunkami „indeksu europejskiego” DMS. Jednak analiza wrażliwości przeprowadzona przez BEREC wykazała, że różnica nie jest istotna. Dane dotyczące kapitalizacji rynkowej pochodzą ze źródeł publicznych. Tam, gdzie dane są dostępne tylko częściowo lub niedostępne, wzięto pod uwagę inne źródła publiczne. Dane o PKB w postaci aktualnych cen w EUR pochodzą z serwisu Eurostat.

1.6 Kroki kalkulacji ERP

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

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

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

Suma w mianowniku uwzględnia liczbę krajów. Dzieje się to poprzez zastosowanie drugiego ważenia dla zrekomensowania niepełnych wartości historycznych. Jest to waga „dostępnych lat” uwzględniająca długość okresu dostępności danych. Dla 12 państw członkowskich UE + Norwegia wymienionych w zbiorze danych serwisu Morningstar jest to 121 lat podzielone przez maksymalny dostępny czas (121), a dla pozostałych 13 państw członkowskich UE + Islandia nieuwzględnionych w zbiorze danych serwisu Morningstar waga to liczba lat, dla których dostępne są dane (najwcześniejsze z lat 2001 r. - 2020 r.) w maksymalnym dostępnym okresie, tj. 20/121). Wzór przedstawiono poniżej:

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

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

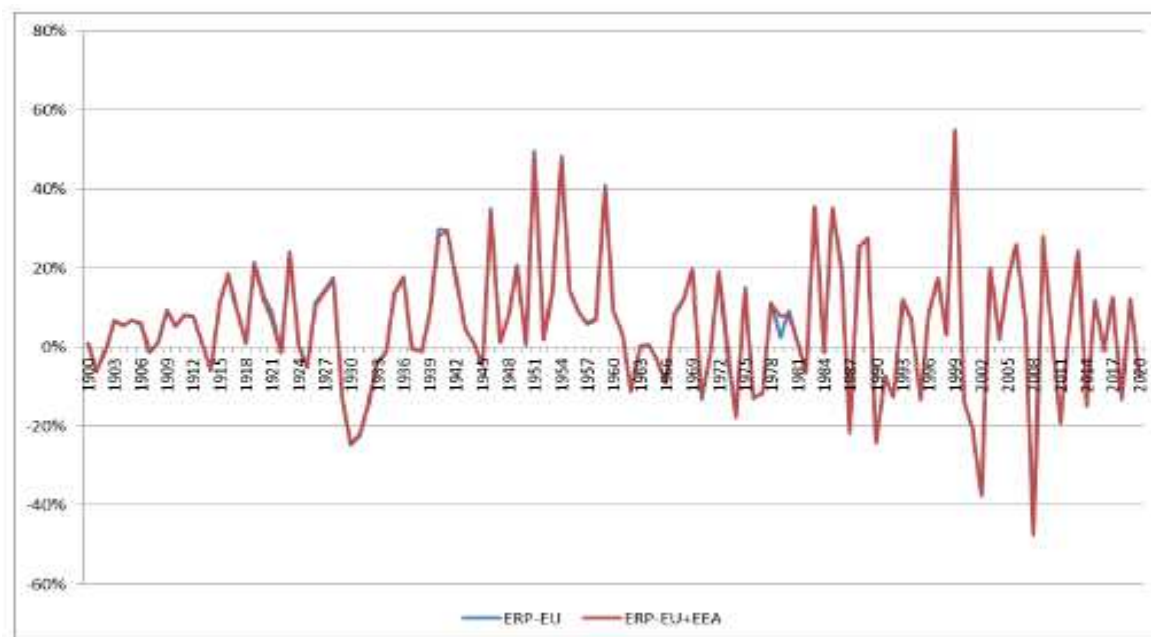
Po uzyskaniu wartości zwrotów z akcji i obligacji w wartościach nominalnych BEREC oszacował premię za ryzyko kapitałowe. Następnie BEREC obliczył średnią arytmetyczną i średnią geometryczną ustalonych nowych szeregów czasowych. Oszacowana premia za ryzyko kapitałowe jest niezależna od oszacowania nominalnego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

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

Aby oszacować jeden ogólnounijny ERP, BEREC obliczył średnią arytmetyczną (AM) i średnią geometryczną (GM). Zawiadomienie KE ze względu na przejrzystość opowiada się za stosowaniem średniej arytmetycznej. Raport BEREC II wyjaśnia, iż oszacowanie ERP

na podstawie średniej arytmetycznej lub geometrycznej było przedmiotem nierozwiązanych dyskusji w literaturze finansowej. Blume (1974 r.) wykazał, że przy szacowaniu wartości końcowej długoterminowych inwestycji kapitałowych średnia arytmetyczna jest generalnie estymatorem z tendencją w górę, podczas gdy średnia geometryczna jest estymatorem z tendencją w dół (co oznacza, iż średnia arytmetyczna zwraca wyższe wartości, niż średnia geometryczna). Na wykresie 1 przedstawiono roczne zwroty cen akcji w UE w latach (1900-2020), uwzględniające 12 państw członkowskich UE z długimi szeregami czasowymi i 13 państw członkowskich UE z krótszymi szeregami czasowymi, jak opisano wcześniej. Została uwzględniona także Norwegia i Islandia.

Wykres 1. ERP w latach 1900-2020



źródło: Raport BEREC II

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

Tabela 6. Zestawienie ERP

Kraj	Średnie geometryczne %	Średnie arytmetyczne %	Dostępne lata wagi
Austria	2,5	21,1	100% (121/121)
Belgia	2,0	4,1	100% (121/121)
Bułgaria	7,94	8,59	12,40% (15/121)
Chorwacja	3,60	4,29	12,40% (15/121)
Cypr	27,45	29,26	4,96% (6/121)
Republika Czeska	2,68	3,12	12,40% (15/121)
Dania	3,3	5,0	100% (121/121)
Estonia	Dane nie dostępne		
Finlandia	5,2	8,8	100% (121/121)
Francja	2,9	5,2	100% (121/121)
Niemcy	4,8	8,1	98,34% (119/121)
Grecja	6,42	7,82	16,53% (20/121)
Węgry	2,96	3,76	16,53% (20/121)
Irlandia	2,6	4,5	100% (121/121)
Włochy	2,7	6,1	100% (121/121)
Łotwa	8,83	9,64	13,22% (16/121)
Litwa	3,74	4,47	13,22% (16/121)
Luksemburg	2,58	2,83	4,13% (5/121)

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

Pismo wydane w formie dokumentu elektronicznego i podpisane kwalifikowanym podpisem elektronicznym

	Dane nie dostępne		
Malta			
Holandia	3,2	5,4	100% (121/121)
Polska	1,10	1,73	16,53% (20/121)
Portugalia	5,1	9,1	100% (121/121)
Rumunia	10,67	13,34	12,40% (15/121)
Słowacja	2,36	2,65	13,22% (16/121)
Słowenia	3,88	4,34	13,22% (16/121)
Hiszpania	1,3	3,3	100% (121/121)
Szwecja	3,2	5,4	100% (121/121)
EU-ERP	4,18	5,50	
Norwegia	2,5	5,3	100% (121/121)
Islandia	2,78	2,99	9,09% (11/121)
EU/EEA-ERP	4,18	5,48	n/d

źródło: Raport BEREC II

1.7. Analiza wyników dla ERP

BEREC wyjaśnił, iż wartość UE-ERP jest niższa niż większość krajowych wartości ERP obliczonych przez krajowe organy regulacyjne (i ich średnia) z dwóch powodów. Szacowane przez krajowe organy regulacyjne ERP mogą obejmować subiektywne podejście wobec rynku krajowego, którego nie ma z natury ogólnounijny system ERP, obliczony przez BEREC w odniesieniu do jednolitego unijnego rynku kapitałowego. Ponadto, większy jednolity rynek kapitałowy UE obniża ERP, ponieważ coraz więcej uczestników rynku konkuruje ze sobą, czyli spadek ERP odzwierciedla wzrost efektywności.

Mając na uwadze, że odchylenie w górę w przypadku AM jest dodatkowo pogłębione przez metodę „ważenia” BEREC, BEREC uznał za właściwe ustalenie AM jako górnej granicy ogólnounijnego ERP, z drugiej strony (ponieważ BEREC widzi potrzebę jak największego zawężenia marginesu, w ramach którego oscyluje pojedynczy ogólnounijny ERP), wyznaczył GM jako dolną granicę dla ogólnounijnego ERP. Różnica odzwierciedla fakt, że jednolity rynek kapitałowy UE nie jest jeszcze w pełni dojrzały.

BEREC uznał, że odpowiednia wartość jednego ogólnounijnego ERP mieści się w granicach 4,18% (GM) i 5,50% (AM). Zdaniem BEREC podejście jest zgodne z celem z Zawiadomienia KE, ponieważ BEREC ujednotolica obliczenia ERP, eliminując tym samym wszelkie różnice w metodzie stosowanej do obliczeń przez innych NRA. Różnica obliczeń ERP (AM i GM) odzwierciedla jedynie obecnie istniejącą sytuację w UE, którą krajowe organy regulacyjne muszą wziąć pod uwagę odpowiednio w swoich decyzjach. Wąski margines (AM i GM), oznacza, że krajowe ERP będą bardziej zbieżne, gdy krajowe organy regulacyjne zaczną stosować ogólnounijne ERP, odchylenie standardowe znacznie spadnie. W Raporcie BEREC II wskazano, iż Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę traktuje AM, krajowe organy regulacyjne, które nie stosują AM, musiałyby przedstawić wyjaśnienie uzasadniające ich wynik, nawet gdy mieszczą się w marginesie.

Na podstawie obliczeń BEREC wyznaczył odpowiednią wartość pojedynczego ogólnounijnego ERP o wartości 4,18% (GM) i 5,50% (AM). Prezes UKE, obliczając wskaźnik WACC dla OPL przyjął ogólną unijną wartość ERP jako średnią arytmetyczną (AM) w wysokości 5,50%. AM lepiej niż GM odzwierciedla oczekiwania uczestników polskiego rynku, a także odpowiednio odzwierciedla poziom efektywności polskiego rynku będącego częścią rynku unijnego. Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę traktuje AM, stąd także Prezes UKE przyjął wartość ERP wyznaczoną na podstawie średniej arytmetycznej.

2. Kalkulacja wskaźnika WACC na podstawie danych z Raportu BEREC II

2.1 Koszt kapitału własnego (r_e)

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

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

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

Po podstawieniu do powyższego wzoru wartości parametrów z Raportu BEREC II RFR, Beta oraz ERP, których sposób obliczenia oraz konkretne wartości zostały zaprezentowane w poprzednich sekcjach uzasadnienia Decyzji, koszt kapitału własnego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 6,75% (tabela 8 Decyzji).

$Koszt\ kapitału\ własnego\ 6,75\% = 2,62\% + 0,75 \times 5,50\%$

Wartość ta została przyjęta do wyznaczania wysokości wskaźnika WACC co zostało zaprezentowane w tabeli 8.

2.2 Koszt kapitału obcego

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

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

Sposób obliczenia oraz konkretne wartości zostały zaprezentowane w poprzednich sekcjach uzasadnienia Decyzji, koszt kapitału obcego wyznaczony przez Prezesa UKE wyniósł 3,77%.

$Koszt\ kapitału\ obcego\ (3,77\%) = 2,62\% + 1,15\%$

Przy założeniu prezentowanej powyżej wartości premii za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla OPL w wysokości 1,15% oraz wartości stopy wolnej od ryzyka 2,62%, o której mowa w punkcie 1.1 Decyzji, do kalkulacji wskaźnika WACC przyjęto koszt kapitału obcego w wysokości 3,77% (tabela 8 Decyzji).

2.3 Tarcza podatkowa

Tarcza podatkowa jest wielkością, która odpowiada różnicy między liczbą jeden a wysokością stopy podatku dochodowego obciążającego osoby prawne. W zależności od stosowanej koncepcji szacowania wskaźnika WACC wielkość ta wpływa na obniżenie szacowanego kosztu kapitału obcego lub zwiększenie kosztu kapitału własnego. W przypadku kapitału własnego, którego dostawcy są wynagradzani z zysku netto, a więc po odprowadzeniu kwoty podatku dochodowego, spółka powinna uzyskiwać przychód zapewniający jej pokrycie wynagrodzenia dla właścicieli tego kapitału oraz spłatę zobowiązań podatkowych. W praktyce regulacyjnej przy określaniu wskaźnika WACC właściwsze jest podejście eliminujące efekt tarczy podatkowej poprzez powiększenie kosztu kapitału własnego o koszt wynikający ze zobowiązań podatkowych, które w odniesieniu do osób prawnych wynoszą aktualnie 19%. Ze względu na trudności w oszacowaniu przyszłej efektywnej stopy podatkowej, która, jak wynika z danych historycznych zmienia się w poszczególnych latach, do obliczeń przyjęta została nominalna stawka podatku dochodowego od osób prawnych. Podejście takie zgodne jest z ogólnie przyjętą praktyką regulacyjną na rynku telekomunikacyjnym.

3. Premia za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych

Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość premii za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych opierając się na aktualnych wartościach tych parametrów stosowanych przez innych regulatorów. Wartość tych parametrów zmieniła się względem wartości zastosowanych w Zaskarżonej Decyzji. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC FTTH określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC FTTH w oparciu o aktualne wartości premii przyjętych przez regulatorów z krajów UE o czym szczegółowo mowa w dalszej części Decyzji.

Na podstawie Decyzji SMP 3a i Decyzji SMP 3b, OPL zobowiązania jest stosować 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 myśl Decyzji SMP 3a i Decyzji SMP 3b OPL stosuje 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 zatwierzonego przez Prezesa UKE opisu kalkulacji kosztów, co skutkuje koniecznością prowadzenia przez OPL kalkulacji kosztów usług realizowanych na podstawie infrastruktury miedzianej, a także infrastruktury światłowodowej.

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, nie jest przedmiotem nowych inwestycji i stopniowo zastępowana jest infrastrukturą światłowodową, a w konsekwencji świadczenie usług z jej wykorzystaniem nie jest obciążone takim ryzykiem jak ma to miejsce w przypadku usług realizowanych w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej. Zatem czynnik wpływający na wysokość wskaźnika WACC, jakim jest premia za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, nie powinien mieć 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 ponoszonymu przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej”*.

W myśl Zalecenia NGA ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy zrównoważyć za pomocą premii za ryzyko uwzględnione w koszcie kapitału. Zwrot z kapitału dopuszczony *ex ante*, w przypadku inwestycji w sieci dostępne oparte na infrastrukturze światłowodowej, powinien zapewniać równowagę, z jednej strony, być bodźcem do inwestycji dla przedsiębiorstw (co oznacza wystarczająco wysoką stopę zwrotu), z drugiej strony promować efektywność alokacji kapitału, zrównoważoną konkurencję i maksymalne

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 FTTH.

Zalecenie NGA wskazuje, iż do ustalenia wartości wskaźnika WACC FTTH dla inwestycji w infrastrukturę światłowodową, należy uwzględnić dodatkową premię za ryzyko. Wątkiem przewodnim Zalecenia NGA jest promocja 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 należyście uwzględnić dodatkowe i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych pętli abonenckich.

Zgodnie z Zaleceniem NGA, operator, który świadczy usługi oparte na infrastrukturze światłowodowej, a więc poczynił inwestycje w sieć nowej generacji powinien uwzględniać następujące czynniki niepewności²⁴:

- niepewność w odniesieniu do zapotrzebowania detalicznego i hurtowego,
- niepewność w odniesieniu do kosztów prac z zakresu infrastruktury technicznej i wykonawstwa kierowniczego,
- niepewność w odniesieniu do postępu technologicznego,
- niepewność w odniesieniu do dynamiki rynku i zmieniającej się sytuacji konkurencyjnej, np. pod względem konkurencji w zakresie infrastruktury i/lub sieci przewodowych, oraz
- niepewność makroekonomiczną.

W Zaleceniu NGA KE przyznaje, że inwestycje w aktywną infrastrukturę światłowodową są ryzykowne ze względu na znaczną niepewność co do przyszłego popytu, kosztów wdrożenia, postępu technologicznego, konkurencji i niepewności makroekonomicznej. W związku z tym, wysokie koszty inwestycji w infrastrukturę światłowodową i ich zwrot może być znacznie przesunięty w czasie.

²⁴źródło: Zalecenie Komisji..., jw.

Odnosząc się do powyższego, szacując premię za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy wziąć pod uwagę ryzyka makroekonomiczne i ogólnogospodarcze takie jak:

- ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego na skutek wystąpienia niekorzystnych czynników wewnętrznych i zewnętrznych, co przejawia się zarówno w prognozach gospodarczych na rok 2022, jak i w podejściu do konsumpcji gospodarstw domowych oraz poziomu inwestycji wpływających na bieżący i przyszły poziom Produktu Krajowego Brutto (PKB);
- nastroje konsumentów oraz utrzymywanie się silnej presji inflacyjnej w kolejnych latach – mogą przełożyć się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, w tym także wydatków przeznaczonych na usługi telekomunikacyjne oraz zakup sprzętu elektronicznego;
- spadek rentowności branży telekomunikacyjnej w efekcie rosnącej presji inflacyjnej – ogólny wzrost cen na rynku i spadek siły nabywczej pieniądza może wpłynąć na ograniczenie wydatków na usługi telekomunikacyjne;
- nasilenie się niekorzystnych zjawisk na rynku pracy, wzrost kosztów pracy pracowników technicznych powoduje wzrost opłat na poziomie hurtowym i detalicznym, co w powiązaniu z presją inflacyjną może wpłynąć na ograniczenie wydatków na usługi telekomunikacyjne.

Poza ryzykami ogólnogospodarczymi wyżej wskazanymi w Zaleceniu NGA występują także stanowiące ich pochodne odniesione do kondycji i warunków rynkowych w jakich działa operator tzw. ryzyka specyficzne dla OPL dotyczące inwestycji w infrastrukturę światłowodową. Są to:

- ryzyko zmniejszenia w bliskim terminie napływu środków unijnych na realizację inwestycji infrastrukturalnych, wpływa na konieczność korzystania ze źródeł finansowania charakteryzujących się wyższym kosztem kapitału. Brak napływu środków w terminie ogranicza stabilność OPL w zakresie planowania inwestycji;
- ryzyko wahań kursów walut – osłabienie polskiej waluty powoduje, iż spada siła nabywcza OPL. Sprzęt nabywany jest głównie od zagranicznych kontrahentów, zatem spadek siły nabywczej OPL może wpłynąć na ograniczenie inwestycji w nowoczesne technologie;
- ryzyko wzrostu kosztów pracy i wynagrodzeń – biorąc pod uwagę ogólny wzrost kosztów wynagrodzeń w obszarze nowych technologii i IT, które rosną ponadprzeciętnie, przy jednoczesnym spadku marży EBITDA²⁵ istnieje ryzyko, obniżenia zdolności kredytowej OPL i ograniczenia wydatków inwestycyjnych;
- ryzyka wynikające z konsolidacji i przejęć na rynku telekomunikacyjnym – inwestycje w infrastrukturę światłowodową OPL są obciążone ryzykiem, gdyż inni operatorzy inwestują również w światłowody i wykorzystują przewagę wynikającą z konsolidacji. Konsolidacje operatorów komórkowych i kablowych na rynku telekomunikacyjnym, czyli innych silnych grup operatorów, zapewnienie przez nich pełnego łańcucha wartości, stanowi zagrożenie odpływu abonentów z OPL do konkurencji;

²⁵ (ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. amortization) oraz amortyzacji rzeczowych aktywów trwałych (ang. depreciation).

- zmiana strategii OPL – wejście na ścieżkę strategii określanej jako strategia „grow” spowoduje zmiany w strukturze przychodów i bilansu OPL. Realizacja tej strategii też nie jest pozbawiona ryzyk, OPL zaplanował:

1. Wzrost przychodów – niski jednocyfrowy (CAGR²⁶).
2. Wzrost EBITDAaL²⁷ – niski-średni jednocyfrowy (CAGR).
3. Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) 1,7-1,9 mld zł (średni roczny poziom).
4. ROCE²⁸ – wzrost 3-4x (z poziomu 1,6% w 2020 r.).
5. Dywidenda – powrót do dywidendy począwszy od wyników za 2021 r. (płatnej w 2022 r.).
6. Poziom bazowy 0,25 zł na akcję.
7. Dług netto / EBITDAaL – Przedział 1,7-2,2x w długim okresie.

Prezes UKE uważa, że tak skonstruowane założenia strategiczne wymagają jednak dyscypliny kosztowej oraz optymalizacji struktury zadłużenia długoterminowego, zatem związane są z niepewnością i ryzykiem niepowodzenia.

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

- ryzyko wynikające z postępu technologicznego w branży telekomunikacyjnej powoduje, iż pojawiają się alternatywne technologie względem FTTH GPON, w które OPL powinna zainwestować, aby sprostać oczekiwaniom rynku np. obecnie technologia 5G;

- rosnąca niepewność na rynku co do kształtowania się kosztu finansowania stanowi istotny czynnik determinujący decyzję odnośnie zakresu i zasięgu obecnych i przyszłych inwestycji w infrastrukturę telekomunikacyjną. Poziom wskaźnika WACC FTTH ma więc kluczowe znaczenie dla dalszego rozwoju telekomunikacyjnego i możliwości budowy sieci FTTH. Wzrost stopy wolnej od ryzyka z 2,62%²⁹ do 4,06%³⁰ (06.2021 – 03.2022) świadczy o pogarszających się warunkach finansowania inwestycji. Jest to szczególnie ważne w inwestycjach w sieci NGA (OPL nie inwestuje w infrastrukturę miedzianą). O ile bowiem wskaźnik WACC dla miedzi odnosi się do inwestycji już zakończonych, na których od dłuższego czasu są świadczone usługi (i dla których OPL uzyskała już znaczną część zwrotu z inwestycji), o tyle w przypadku wskaźnika WACC dla FTTH mówimy o inwestycjach świeżo oddanych i (w dużej mierze) jeszcze planowanych. W takiej sytuacji wskaźnik WACC FTTH stanowi rekompensatę dla inwestycji już zrealizowanych (OPL, poprzez zastosowanie wskaźnika WACC FTTH otrzymuje większy zwrot z zaangażowanego kapitału niż ma to miejsce w przypadku miedzi), popyt na usługi o dużych przepływnościach jest jeszcze ciągle niepewny, z uwagi na małą podaż usług wymagających konsumpcji wysokich przepływności, ponadto istnieje konkurencja ze strony alternatywnych technologii (kablowej czy mobilnej). W przypadku przyszłych inwestycji WACC FTTH jest dla OPL mierzalną formą zachęty do podejmowania nowych przedsięwzięć.

²⁶ Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (ang. Compound Annual Growth Rate). Jest to miara, która odzwierciedla średni roczny przyrost określonej wartości, na przestrzeni danego okresu.

²⁷ Miernik zyskowności w OPL jest EBITDAaL (EBITDA after Leases), jest to efekt wprowadzenia MSSF16.

²⁸ ROCE (*return on capital employed*) to wskaźnik finansowy, który przedstawia stopę zwrotu z kapitału stałego. Jest to miara rentowności, która odzwierciedla efektywność, z jaką wykorzystywane są długoterminowe kapitały przedsiębiorstwa.

²⁹ Raport BEREC 2021.

³⁰ Stopa oprocentowania obligacji hurtowych w 1 kw. 2022, źródło: <https://www.gov.pl/web/finanse/bony-i-obligacje-hurtowe1>.

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

Wzrost inflacji, kursów walut, stóp procentowych kosztów wybudowania infrastruktury, zmiany technologiczne w ostatecznym rozrachunku mogą wpłynąć na ograniczenie wydatków na inwestycje w infrastrukturę światłowodową. Istotnym elementem niepewności jest także ograniczenie wydatków konsumentów na usługi telekomunikacyjne. Niepewność co do tego, czy nakłady inwestycyjne zostaną odzyskane nie zachęca operatora do inwestycji w infrastrukturę światłowodową.

W ocenie Prezesa UKE ryzyka te powinny zostać złagodzone poprzez uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko w zakresie budowy infrastruktury światłowodowej.

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

Tabela 7 podsumowuje publicznie dostępne szacunki premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową. Na podstawie analizy przeprowadzonej przez Prezesa UKE, zidentyfikowano, że wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową uwzględniana jest w kilku krajach UE i kształtuje się w przedziale od 0,94% do 3,20%³¹. Rozstrzygając w Decyzji Prezes UKE, postanowił kontynuować podejście co do samego ujmowania i wyznaczania premii za ryzyko inwestycyjne OPL, mając na uwadze decyzje z lat ubiegłych w tym Zaskarżoną Decyzję. Zmieniła, się natomiast sama wysokość premii z uwagi na fakt, iż zmianie uległa grupa krajów europejskich stosujących premie za ryzyko NGA, jak i sama wysokość przez nie wyznaczona.

Prezes UKE zmienił rozstrzygnięcie w zakresie wysokości premii za ryzyko inwestycyjne, na skutek ponownego rozpatrzenia sprawy, uwzględnił aktualnie obowiązujące wartości premii za ryzyko NGA, stosowane w 5 krajach UE. Prezes UKE wyznaczył premię za ryzyko wykorzystując średnią arytmetyczną wartości premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową, na podstawie wartości tego parametru wynikających z decyzji regulacyjnych krajów członkowskich wydanych nie wcześniej niż w 2019 r. W próbie, która posłużyła do wyznaczenia premii za ryzyko inwestycyjne znalazło się 5 krajów UE. Na podstawie danych z tych krajów Prezes UKE wyznaczył średnią arytmetyczną premii za ryzyko inwestycyjne na poziomie 1,84%.

Tabela 7. Kraje stosujące premię za ryzyko NGA (dane aktualne na dzień 1 marca 2022 r.)

Kraj	Wysokość premii za ryzyko NGA
Włochy	3,20%
Belgia	1,59%
Chorwacja	1,97%
Czechy	0,94%
Słowenia	1,50%
Średnia arytmetyczna	1,84%

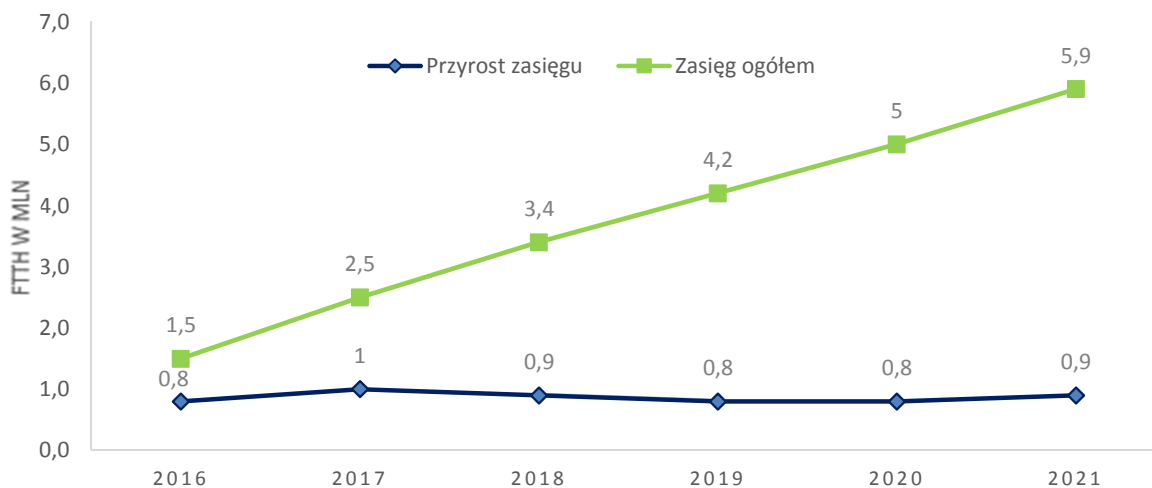
źródło: odpowiedzi NRA na pytania przekazane w kwestionariuszu UKE

Przechodząc do wysokości premii za ryzyko NGA przyjętej w Decyzji, należy wyjaśnić, że na koniec 2021 r. zasięgiem usług OPL świadczonych w technologii FTTH zostało objętych 5,9 mln gospodarstw domowych w 154 miastach Polski. Stosowana dotychczas

³¹ Belgia 1,59%, Chorwacja 1,97%, Czechy 1,41%, Słowenia 2,5%, Włochy 3,2%.

dywersyfikacja wysokości wskaźnika WACC FTTH przyczyniła się i miała wpływ na decyzje inwestycyjne operatora zasiedziącego w obszarze infrastruktury światłowodowej. Wykres 2 prezentuje jaka liczba gospodarstw domowych została objęta zasięgiem FTTH OPL w latach 2016 - 2021 (wartości w mln) na koniec 2021 r.

Wykres 2. Liczba gospodarstw domowych i przyrost gospodarstw domowych objętych zasięgiem FTTH OPL [w mln]



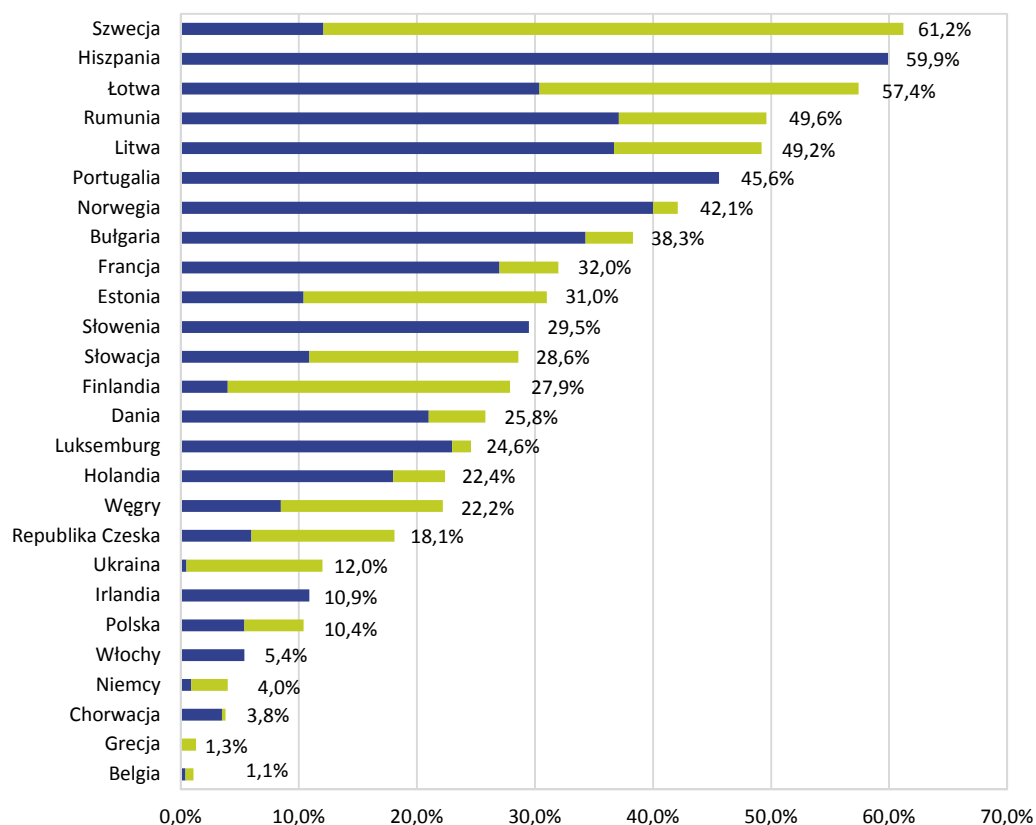
źródło: UKE na podstawie danych OPL 2016 - 2021³²

Jednocześnie analizując tempo wzrostu liczby gospodarstw domowych będących w zasięgu FTTH OPL widać, iż najwyższą wartość osiągnęto w 2017 r. W 2018 r. i 2019 r. wzrosty były już mniejsze. Wartość przyrostu nowych gospodarstw będących w zasięgu FTTH z 2019 r. utrzymała się w 2020 r., w 2021 r. ponownie wzrosło, osiągając poziom z 2018 r.

Przekładając powyższe na wysokość premii za ryzyko NGA, która od kilku lat była doliczana w wysokości 1,25% do wartości WACC w odniesieniu do usług w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą, w celu promowania inwestycji w FTTH, można uznać, iż został osiągnięty punkt elastyczności, przy którym wielkość inwestycji się nie zmienia. Rok 2019 i 2020 prezentuje identyczne wartości 0,8 mln gospodarstw domowych w zasięgu. W 2021 r. nastąpił wzrost wartości do 0,9 mln. Według danych Idate DigiWorld 2020, stopa penetracji FTTH (26 badanych krajów) w Polsce według danych z lipca 2020 r., wyniosła 10,4 %. Polska jest wśród 10 krajów Europy o najniższej liczbie podłączonych gospodarstw domowych.

Wykres 3. Stopa penetracji FTTH/FTTB w krajach europejskich w lipcu 2020 r.

³² źródło: [PowerPoint Presentation \(orange-ir.pl\)](#).



źródło: [FTTH Europe Panorama \(ssnf.org\)](http://FTTH Europe Panorama (ssnf.org))

Biorąc pod uwagę wykazane wyżej okoliczności, zdaniem Prezesa UKE inwestycje w infrastrukturę NGA są ciągle na niskim poziomie względem innych krajów europejskich. Właściwym podejściem będzie zatem ustalenie wysokości premii za ryzyko na poziomie 1,84% i zastosowanie jej do wyznaczenia wskaźnika WACC FTTH przy ustalaniu opłat za usługi świadczone z wykorzystaniem technologii światłowodowej. Dotychczasowa regulacja w tym zakresie przyniosła wymierne efekty w postaci nowych inwestycji, które przełożyły się na wzrost do 5,9 mln liczby gospodarstw domowych znajdujących się w zasięgu FTTH. Niemniej, jak zostało wskazane już wcześniej stanowi to zaledwie (łącznie z FTTB) 10,4 % wszystkich gospodarstw domowych, podczas gdy w znakomitej większości państw Europy poziom ten jest wyższy. Zdaniem Prezesa UKE w ramach dostępnych narzędzi regulacyjnych oraz źródeł danych należy zapewnić OPL możliwość stosowania WACC FTTH, jako pochodnej WACC dla infrastruktury miedzianej i premii za ryzyko NGA.

Premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową przyczyni się do wzrostu inwestycji w nowoczesne technologie, a jednocześnie umożliwi kształtowanie opłat w wysokości zapewniającej zwrot uzasadnionych kosztów OPL.

Analizując wysokość ww. premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy wskazać, iż z jednej strony 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 nieodzyskania kosztów poczynionych inwestycji. Zbyt niska

premia za ryzyko inwestycyjne, może z kolei nie stanowić wystarczającej zachęty do ponoszenia inwestycji, lub też spowodować obniżenie ich dynamiki.

W analizowanych krajach UE premia za ryzyko kształtuje się na poziomie od 0,94% do 3,20%, natomiast Prezes UKE zastosował wartość 1,84%. Przyjęcie premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową na poziomie 1,84%, (mając na uwadze rachunek ekonomiczny zarówno operatorów alternatywnych, dalej „OA”, jak i OPL) stanowi rozwiązanie optymalne. Powinna zostać zastosowana jako: 1) forma rekompensaty z tytułu ryzyka ponoszonego obecnie na tym polu; 2) narzędzie określające kryteria motywacyjne, w szczególności w zakresie jakości świadczonych usług i przyrostu wydajności (efektywności).

Premia została wyznaczona jako średnia arytmetyczna wartości premii, przez co podejście jest spójne z metodyką przyjętą w przypadku parametrów służących wyznaczeniu WACC dla miedzi. W ocenie Prezesa UKE, przyjęcie premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową 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 do promowania inwestycji w infrastrukturę światłowodową realizowaną w technologii FTTH, poprzez uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko inwestycyjne powinno być kontynuowane. Zarówno usługi hurtowe, jak i usługi detaliczne o wysokiej przepływności realizowane na infrastrukturze światłowodowej są w początkowej fazie rozwoju (sprzedaży). Również wciąż jeszcze niska jest podaż innowacyjnych i nowoczesnych usług charakteryzujących się zapotrzebowaniem na szerokie pasmo, przez co OPL ciągle narażona jest na niepewność popytu na te usługi zarówno na poziomie detalicznym, jak i hurtowym.

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

Przedstawiona w Decyzji analiza czynników wpływających na wysokość wskaźnika WACC pozwala na uzyskanie ostatecznego wyniku kalkulacji wskaźnika WACC (tabela 8).

Tabela 8. Kalkulacja wysokości wskaźnika WACC dotyczy usług na Rynku 3a i 3b

Parametr	Wartość
Stopa wolna od Ryzyka (rf)	2,62%
Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)	5,50%
Beta akcji	0,75
Premia za udostępnienie kapitału obcego (DP)	1,15%
Podatek dochodowy CiT	19%
Kapitał własny / Kapitał zaangażowany (E/D+E)	71,83%
Kapitał obcy / Kapitał zaangażowany (D/D+E)	28,17%
Koszt kapitału własnego (r_e)	6,75%
Koszt kapitału obcego (r_d)	3,77%
Tarcza podatkowa (1-t)	81%
WACC (pre-tax) ³³ dla miedzi	7,04%
Premia za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową	1,84%
WACC FTTH	8,88%

źródło: UKE

³³ przed podatkiem.

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

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

otrzymamy następujące wyniki:

$$WACC_{post-tax} = 6,75\% \times 71,83\% + 3,77\% \times (1-19\%) \times 28,17\% = 5,71\%$$

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

$$WACC_{pre-tax} = 5,71\% / (1-19\%) = 7,04\%$$

$$WACC_{FTTH,pre-tax} = 7,04\% + 1,84\% = 8,88\%$$

Dla infrastruktury miedzianej ma zastosowanie wskaźnik WACC 7,04%, zaś dla infrastruktury światłowodowej wskaźnik WACC 8,88%.

5. Wskaźnik WACC FTTH

Wartość premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową - 1,84% została uwzględniona przez Prezesa UKE jako dodatkowa liczba punktów procentowych dodana do wskaźnika WACC (pre-tax) dla miedzi w wysokości 7,04%. W rezultacie powyższego działania wartość wskaźnika WACC FTTH mająca zastosowanie do kalkulacji kosztów usług na Rynku 3a i Rynku 3b, w zakresie w jakim są one realizowane w oparciu o elementy światłowodowej sieci dostępowej została wyznaczona, na skutek ponownej analizy merytorycznej niniejszej sprawy, na poziomie 8,88%.

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

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

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

Lista modelowych elementów sieci na potrzeby kalkulacji przeprowadzanych przez 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 FTTH w wysokości 8,88% 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, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie lokalnej pętli światłowodowej (LPŚ). W skład LPŚ wchodzi infrastruktura łącząca sieć dosyłową z lokalizacją abonenta z wyłączeniem wartości środków trwałych optycznego kabla abonenckiego.
- „Światłowodowa sieć dosyłowa” – koszt modelowego elementu uwzględnia wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie usługi dosyłu sygnału w technologii światłowodowej pomiędzy 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, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę i funkcjonowanie przełącznicy optycznej.
- „OLT – Dostęp abonencki GPON” – są to wszystkie uzasadnione koszty, które OPL musi ponieść, aby zapewnić poprawną pracę urządzeń OLT w części zależnej od portu dostępowego GPON.

Modelowe elementy uwzględniające narzut kosztu kapitału, wyznaczonego na podstawie WACC FTTH 8,88% posłużą kalkulacji usług realizowanych wyłącznie z wykorzystaniem infrastruktury światłowodowej.

W ocenie Prezesa UKE wartość wskaźnika WACC FTTH dla dostępowej sieci światłowodowej na poziomie 8,88% należy uwzględnić dodatkowe i wymierne ryzyko inwestycyjne ponoszone przez operatora o znaczącej pozycji rynkowej przy ustalaniu ceny dostępu do uwolnionych światłowodowych łączy abonenckich.

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

Premia za ryzyko NGA związana z inwestycjami w infrastrukturę światłowodową, stanowiącą od kilku lat istotny obszar inwestycji OPL (OPL nie inwestuje w infrastrukturę miedzianą), powinna zostać zastosowana jako: 1) forma rekompensaty z tytułu ryzyka ponoszonego na tym polu; 2) narzędzie określające kryteria motywacyjne, w szczególności w zakresie jakości świadczonych usług i przyrostu wydajności (efektywności).

Należy wskazać, iż podejście Prezesa UKE, zgodne z Zaleceniem NGA, wychodzi naprzeciw promowaniu efektywnych inwestycji oraz innowacji w zakresie nowej infrastruktury światłowodowej z należywym 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.

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

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

Podsumowując wątek wskaźnika WACC FTTH, Prezes UKE, ponownie analizując sprawę zakończoną Zaskarżoną Decyzją, uwzględnił zmianę stanu faktycznego pomiędzy dniem wydania Zaskarżonej Decyzji i Decyzji. Powyższe spowodowało konieczność uwzględnienia danych służących wyznaczeniu wskaźnika WACC dla miedzi z nowego raportu BEREC tj: Raportu BEREC II, a także aktualnie obowiązujących wartości premii za ryzyko NGA. W efekcie wartość elementów składowych służąca ustaleniu wskaźnika WACC FTTH uległa zmianie, a więc i sama wysokość wskaźnika WACC FTTH uległa zmianie z wartości 9,61%, objętej rozstrzygnięciem Zaskarżonej Decyzji do wartości 8,88%, wynikającej z niniejszej Decyzji. Prezes UKE, ponownie rozstrzygając w niniejszej sprawie, uchylił zatem Zaskarżoną Decyzję w całości określając nową wysokość WACC dla miedzi oraz WACC FTTH w wysokości 8,88%, zgodnie z sentencją niniejszej Decyzji.

6. Wskaźnik WACC dla miedzi

Prezes UKE, ponownie analizując sprawę zakończoną Zaskarżoną Decyzją, uwzględnił zmianę stanu faktycznego pomiędzy wydaniem Zaskarżonej Decyzji i niniejszej Decyzji. Powyższe spowodowało konieczność uwzględnienia danych służących wyznaczeniu wskaźnika WACC dla miedzi z nowego raportu BEREC tj: Raportu BEREC II. W efekcie wartość elementów składowych służąca ustaleniu wskaźnika WACC dla miedzi uległa zmianie, z wartości 7,56%, objętej rozstrzygnięciem Zaskarżonej Decyzji do wartości 7,04% wynikającej z niniejszej Decyzji. Prezes UKE ponownie orzekając w sprawie uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości określając nową wysokość WACC dla miedzi w wysokości 7,04%, zgodnie z sentencją niniejszej Decyzji.

W zakresie infrastruktury miedzianej, zastosowanie ma wskaźnik WACC 7,04%. Jak bowiem wynika z powyższych wyjaśnień, wyliczona przez Prezesa UKE premia za ryzyko NGA ma zastosowanie tylko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w budowę infrastruktury światłowodowej. Infrastruktura miedziana nie jest przedmiotem nowych inwestycji, a w konsekwencji świadczenie usług z jej wykorzystaniem nie jest obciążone takim ryzykiem jak tych wykorzystujących światłowodową sieć dostępową.

Należy jednak podkreślić, iż wartość wskaźnika WACC FTTH 8,88% nie odnosi się także do inwestycji stanowiących częściową modernizację istniejących sieci dostępowych (takich jak na przykład VDSL). W myśl Zalecenia NGA, inwestycje w sieci FTTN³⁴, 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

³⁴ Zalecenie NGA jako FTTN określa częściową modernizację sieci dostępowych (jako przykład podaje VDSL).

podobnego rzędu, co ryzyko związane z sieciami FTTH w odniesieniu do hurtowych produktów dostępu. Analogicznie jak w przypadku sieci miedzianych sytuacja przedstawia się w odniesieniu do infrastruktury technicznej w zakresie Rynku 3a i 3b, takiej jak kanalizacja kablowa, dla której profil ryzyka nie powinien być inny niż w przypadku infrastruktury miedzianej.

7. Odnosząc się do zarzutów KIGEiT wskazanych we Wniosku KIGEiT, w zakresie:

1. naruszenia prawa materialnego, które miało wpływ na wynik sprawy, tj. art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 kpa poprzez ustalenie wartości wskaźnika WACC w nieprawidłowej wysokości,

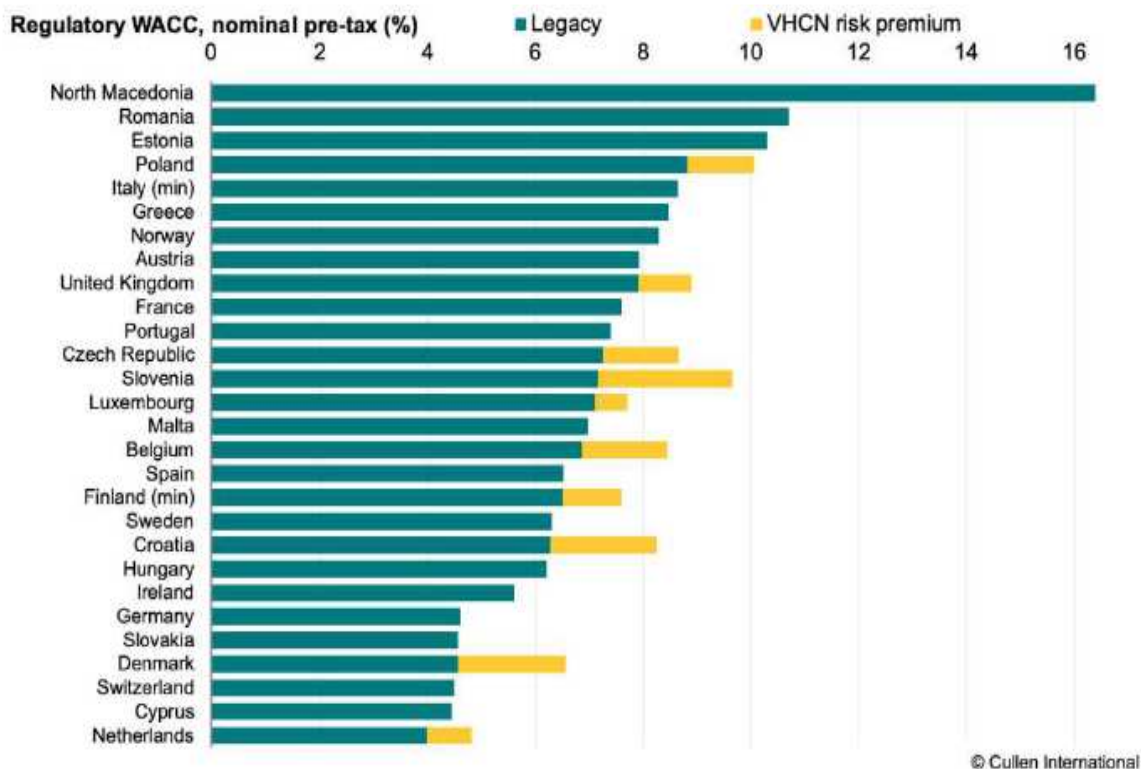
2. naruszenie art. 7, art. 8 i art. 9 kpa oraz art. 77 § 1 kpa przez brak wszechstronnej oceny i analizy oraz brak wyczerpującego wyjaśnienia przyjętego przez Prezesa UKE rozstrzygnięcia, w szczególności wyjaśnienia zasadności przyjęcia poszczególnych paramentów wykorzystywanych do kalkulacji WACC dla OPL,

Prezes UKE stwierdził, co następuje.

We Wniosku KIGEiT wskazała, że Prezes UKE w nieuzasadniony sposób wyznaczył wysoką wartość wskaźnika WACC. Zdaniem Izby, nie bez znaczenia jest fakt, że wskaźnik WACC w Polsce był dotychczas jednym z najwyższych w Europie. Na potwierdzenie tezy KIGEiT przedstawiła dane z Cullen International. W tym miejscu Prezes UKE wskazuje, że wysokość wskaźnika WACC określona przez Prezesa UKE w decyzji z 2019 r. nie ma znaczenia w kontekście niniejszego postępowania. Wynika to z faktu, że decyzja z 2019 r. opierała się na danych z innego okresu sprawozdawczego, to jest z roku 2018, Zaskarżona Decyzja opiera się na odrębnych danych z roku 2021. Ponadto, jak wynika z uzasadnienia zarówno Zaskarżonej Decyzji, jak i niniejszej Decyzji, wskaźnik WACC został wyznaczony w oparciu o odmienne (w stosunku do decyzji z 2019 r.) założenia metodyczne wymagane w Zawiadomieniu KE. Zatem, odmienny okres bazowy pochodzenia danych oraz odmienne założenia metodyczne w przypadku decyzji 2019, Zaskarżonej Decyzji i niniejszej Decyzji, świadczą o braku zasadności porównywania rozstrzygnięć oraz wnioskowania na ich podstawie. Ponadto także, mamy odmienne źródła pochodzenia danych pomiędzy Raportem BEREC I i Raportem BEREC II mającym zastosowanie w niniejszej Decyzji.

Niezależnie, zaznaczyć należy, że zgodnie z przedstawionym we Wniosku KIGEiT Wykresem 4 Polska plasuje się na czwartym miejscu wśród 28 krajów UE, a wartość WACC wskazana na wykresie wynosi odpowiednio 8,82% i 10,7%. Wartości zaprezentowane dla Polski pochodzą z decyzji z 2019 r., a zatem z nieporównywalnego z obecnie analizowanym okresu bazowego, przyjętego do wyznaczenia WACC.

Wykres 4. Wysokość WACC w krajach europejskich



Źródło: Wniosek KIGEiT.

W Zaskarżonej Decyzji wartość WACC została określona na poziomie 7,56% (w odniesieniu do infrastruktury miedzianej sieci dostępowej) i 9,61% (w odniesieniu do infrastruktury światłowodowej sieci dostępowej), co oznacza, że wartość WACC w każdym z dwóch ww. przypadków jest niższa niż na Wykresie 1. Jednocześnie Prezes UKE podkreśla, że środki odwoławcze do decyzji z 2019 r. zostały już przez KIGEiT wyczerpane, a decyzja z 2019 r. jest decyzją ostateczną.

Odnosząc się do zarzutu KIGEiT wskazującego, że zastosowana w Zaskarżonej Decyzji metoda wyznaczania parametrów niezbędnych do obliczenia wysokości WACC jest nieefektywna, co spowodowało wyznaczenie niepoprawnej wartości wskaźnika WACC, Prezes UKE wskazuje, co następuje. Dane, na których bazował Prezes UKE są obiektywne i powszechnie dostępne. We Wniosku KIGEiT nie zostało wyjaśnione, dlaczego poszczególne parametry były nieefektywne. Prezes UKE podkreśla, że przyjęte dane odzwierciedlały zmieniającą się co roku sytuację przedsiębiorstwa oraz sytuację ekonomiczną w Polsce. Takie podejście jest istotne, aby uzyskać poprawną wysokość wskaźnika WACC, osadzoną w zmieniających się realiach rynkowych.

Odnosząc się ponadto do kwestii efektywności, należy wskazać, że KIGEiT pomija fakt, iż OPL jest operatorem, na którym ciąży obowiązek kalkulacji kosztów z zastosowaniem metodyki kalkulacji właściwej dla efektywnie działającego przedsiębiorcy, zaś jednym z elementów kalkulacji jest wskaźnik WACC, wyznaczany przez Prezesa UKE w trybie decyzji administracyjnej. Zatem wysokość wskaźnika WACC, jest wskaźnikiem normalizowanym przez krajowy organ regulacyjny przy uwzględnieniu norm wynikających z dokumentacji KE, nie zaś samodzielnie wyznaczanym przez operatora, który z natury rzeczy dążyłby do wyznaczenia wartości wskaźnika optymalnej dla siebie. Mając na uwadze powyższe, wskaźnik WACC wyznaczany przez Prezesa UKE na czas wydawania Zaskarżonej Decyzji należało uznać, zdaniem Prezesa UKE za efektywny. Natomiast na skutek merytorycznej ponownej analizy sprawy wskaźnik WACC uległ zmianie jak w sentencji.

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

7.1 Współczynnik Beta (β)

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

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

Prezes UKE wskazuje, że struktura finansowa firmy ma wpływ na jej współczynnik Beta. W szczególności dźwignia finansowa zwiększa udział ryzyka kapitałów firmy w strukturze finansowania. Z tego powodu, aby móc porównać wartość Beta kapitału własnego przedsiębiorstwa z wartością Beta innych przedsiębiorstw, często szacuje się Beta aktywów razem z Beta kapitału własnego. Zgodnie z Zawiadomieniem KE w celu oszacowania WACC przekształca się wartość współczynnika Beta aktywów grupy podobnych przedsiębiorstw (z powrotem) w wartość współczynnika Beta akcji (tj. dodaje się z powrotem wpływ zadłużenia na wartość Beta przedsiębiorstwa). Stąd za pozbawione podstaw należy uznać twierdzenia KIGEiT, iż Prezes UKE błędnie przyjął do kalkulacji średnią Beta kapitałów jako wartość obciążoną efektem dźwigni finansowej.

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

Zdaniem KIGEiT, Beta odlewarowana jest odzwierciedleniem stopnia ryzyka zaangażowania kapitału w jakąkolwiek spółkę danej branży, bez uwzględniania ryzyka finansowego struktury kapitału i ryzyka zadłużeniowego firmy.

Ponownie analizując niniejszą sprawę Prezes UKE wyjaśnia, że Beta odlewarowana jest stosowana w sytuacji, gdy firma lub inwestor chcą zmierzyć wyniki papierów wartościowych notowanych na giełdzie w odniesieniu do zmian zachodzących na rynku bez wpływu czynnika zadłużenia tej firmy. Zatem zadłużenie firmy w przypadku Beta odlewarowana jest niejako pomijane, przez co Beta na tym poziomie jest oderwana od sytuacji firmy i ryzyka.

Według Zawiadomienia KE, przy szacowaniu współczynnika Beta kluczowy jest wzór lewarowania i re-lewarowania Beta. Struktura finansowa firmy ma wpływ na jej współczynnik Beta. W szczególności dźwignia finansowa zwiększa udział ryzyka firmy. Z tego powodu, aby móc porównać wartość Beta kapitału własnego przedsiębiorstwa z wartością Beta innych przedsiębiorstw, często szacuje się Beta aktywów razem z Beta kapitału własnego. Zawiadomienie KE sugeruje użycie wzoru znanego jako „Formuła Millera”:

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

KE sugeruje lewarowane Beta aktywów przekształcić ponownie w Beta kapitału własnego poprzez dodanie wpływu zadłużenia na wartość Beta przedsiębiorstwa. Wartość Beta aktywów oblicza się stosując formułę Millera, z uwzględnieniem Beta długu w wysokości 0,1.

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

W Raporcie BEREC II jak i we wcześniejszym Raporcie BEREC I wskazano, iż w odniesieniu do dźwigni finansowej Zawiadomienie KE stanowi, iż element kapitałowy należy wyceniać, biorąc pod uwagę wartość rynkową uzyskaną jako iloczyn ceny akcji i liczby akcji pozostających w obrocie dla każdej spółki.

Określenie Beta lewarowanej pomaga inwestorowi zdecydować i określić właściwy kierunek działań, jakie należy podjąć w celu poprawy rentowności. Beta lewarowana jest bardziej dokładna i realistyczna, stąd w przypadku kalkulacji wskaźnika WACC zasadne jest zastosowanie średniej Beta kapitałów. Beta kapitałów w omawianej sprawie ma zastosowanie dla wskaźnika WACC dedykowanego dla konkretnej firmy, tu: OPL. Mając na uwadze powyższe wyjaśnienia, twierdzenia z Wniosku KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

7.2 Struktura kapitału

We Wniosku KIGEiT, KIGEiT wskazała, że wyznaczenie udziału kapitału obcego poprzez zastosowanie formuły $g(g+100)$ jest niepoprawne. W Stanowisku KIGEiT 2021, KIGEiT wskazała, iż ww. formuła zawyża (o 1,04 pkt proc.) wartość WACC wynikającą z Zaskarżonej Decyzji. Zdaniem KIGEiT, wartość g jest już gotową miarą udziału kapitału obcego do użycia we wzorze WACC i nie ma potrzeby stosowania dodatkowych formuł. Powyższy zarzut KIGEiT podniosła ponownie w Stanowisku KIGEiT 2021. W opinii Izby, z danych księgowych OPL możliwe jest wyznaczenie struktury kapitału. Ze sprawozdania finansowego OPL za rok 2020 można wyznaczyć udział kapitału własnego i obcego. Udział kapitału własnego to 44,06%, a kapitału obcego to 55,94%. Dodatkowo Izba wskazała, że możliwe metody do zastosowania w kalkulacji wysokości wskaźnika WACC zostały zaprezentowane w dokumencie IRG z 23 lutego 2007 r. pt. „Principles of Implementation and Best Practice for WACC²⁴”.

Odnosząc się do powyższego Prezes UKE wskazuje, że zastosowanie przedmiotowej formuły przejścia z wartości gearingu na udział kapitału obcego i własnego jest konieczne w celu oszacowania wartości udziału obu kapitałów (własnego i obcego), które następnie zasilają formułę służącą wyznaczeniu wskaźnika WACC. Na podstawie formuły $g(g+100)$, przekształcono wartość gearing wskazaną w Raporcie BEREC I w wysokości 36,95% i określono udział kapitału obcego na poziomie 26,98% oraz udział kapitału własnego na poziomie 73,02% (zgodnie z rozstrzygnięciem Zaskarżonej Decyzji). Zdaniem Prezesa UKE, zastosowanie przedmiotowej formuły w należyty sposób odzwierciedla strukturę kapitału efektywnego operatora działającego na globalnym i zintegrowanym w ramach UE rynku, przez co zostaje zapewniona spójność metodyczna kalkulacji WACC i jego porównywalność pomiędzy innymi krajami. Należy przy tym podkreślić, że w toku konsolidacji projektu Zaskarżonej Decyzji, KE nie zgłosiła uwag co do merytorycznego aspektu decyzji i metodyki kalkulacji WACC (jak i poszczególnych parametrów wskaźnika), której jest autorem, a także ustalenia na podstawie parametru gearing struktury kapitału obcego i własnego. W tym względzie, trudno zgodzić się z zarzutem braku poprawności metodyki przekształcenia parametru gearing zastosowanej przez Prezesa UKE w celu wyznaczenia struktury kapitału OPL. W niniejszej Decyzji ww. podejście jest analogiczne.

Jednocześnie Prezes UKE przypomina, że sposób wyznaczenia (zarówno w Zaskarżonej Decyzji i na skutek ponownego, całościowego, merytorycznego rozpatrzenia Decyzji zebranego w sprawie materiału dowodowego, również w tej Decyzji) struktury kapitału (jak również innych parametrów) wynika z wymagań Zawiadomienia KE. Zgodnie z Zawiadomieniem KE, krajowe organy regulacyjne stosują zharmonizowaną metodykę wyznaczania wskaźnika WACC. W wyniku Zawiadomienia KE, BEREC wydał Raport BEREC I, a następnie Raport BEREC II, zawierający wartości poszczególnych parametrów, które zasiły wzór WACC odpowiednio w Zaskarżonej Decyzji oraz w niniejszej Decyzji. Mając na uwadze powyższe, w ocenie Prezesa UKE podejście proponowane przez KIGEiT dotyczące przyjęcia wartości księgowych struktury kapitału ze sprawozdania OPL, należy uznać za niezastugujące na uwzględnienie.

We Wniosku KIGEiT, KIGEiT wskazała, że dotychczas Prezes UKE stosował w decyzjach wyznaczających wartość WACC dla OPL podejście oparte na księgowej strukturze kapitału. Według KIGEiT dziwne jest zastosowanie w Zaskarżonej Decyzji podejścia opartego o zupełnie inną metodykę, w szczególności przyjęcie jako punkt wyjściowy średniej wartości z rynkowych parametrów. Prezes UKE, ponownie analizując niniejszą sprawę, wskazuje, że zmiana metodyki wynika z polityki KE w zakresie jednolitego podejścia do wyznaczania wskaźnika WACC we wszystkich krajach UE, która została uwidoczniła w Zawiadomieniu KE. Zarówno Raport BEREC I jak i krajowa metodyka wyznaczania wskaźnika WACC podlegały weryfikacji i notyfikacji KE. KE nie zgłosiła w tym zakresie uwag czy zastrzeżeń do Zaskarżonej Decyzji. W niniejszej Decyzji o ile wartości z raportu BEREC II są odmienne, to metodyka wyznaczania jest taka sama.

We Wniosku KIGEiT zarzuciła Prezesowi UKE, że w Zaskarżonej Decyzji niezasadnie posługuje się wartościami wyznaczanymi w oparciu o dane rynkowe. Zdaniem KIGEiT, przyjęte wartości prowadzą do nieefektywnego ustalenia struktury kapitału i sztucznego zawyżania wartości wskaźnika WACC. KIGEiT wskazała, że Prezes UKE powinien kierować 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 by zaczerpnięta.

W odpowiedzi na powyższy zarzut KIGEiT, Prezes UKE wskazuje, że jak zostało wskazane powyżej, Zawiadomienie KE i Raport BEREC I, jak również aktualny na dzień wydania niniejszej Decyzji Raport BEREC II nie przewidują zastosowania bezpośrednio struktury księgowej kapitału OPL w wysokości 44,06 % dla kapitału własnego i 55,94 % dla kapitału obcego, poprzez zaczerpnięcie tych wartości bezpośrednio ze sprawozdania finansowego OPL (o co wniosła KIGEiT w Stanowisku KIGEiT 2021). W świetle Zawiadomienia KE, Raportu BEREC I, a obecnie także w świetle Raportu BEREC II zalecane jest bazowanie na wartościach z grupy porównawczej firm wyselekcjonowanych przy zastosowaniu kryteriów wynikających z Zawiadomienia KE. OPL nie znalazła się w ww. grupie porównawczej i nie było możliwości przyjęcia jej wartości z Zawiadomienia KE i Raportu BEREC I. Prezes UKE przyjął dla wszystkich parametrów średnią arytmetyczną wartości w celu zachowania spójnego i transparentnego podejścia w kalkulacji wskaźnika WACC. Tym samym, również wyznaczając strukturę kapitału OPL, Prezes UKE zobowiązany był bazować i bazował na średniej arytmetycznej strukturze kapitału grupy 14 krajów wyselekcjonowanych przez BEREC, na podstawie kryteriów opisanych w Zawiadomieniu KE. Wartość struktury kapitału w Raporcie BEREC I (podobnie jak w obecnie, w toku postępowania mającego na celu ponowne merytoryczne rozpatrzenie sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji, brany pod uwagę Raportu BEREC II) nie jest wartością księgową OPL, a wartością

średnią kilkunastu krajów. Porównanie kapitału OPL i kapitału będącego wartością średnią arytmetyczną 14 krajów należy uznać za nieuzasadnione i niezastępujące na uwzględnienie.

Mając na uwadze wszystkie powyższe wyjaśnienia, Prezes UKE wskazuje, iż brak jest podstaw do wyznaczenia wskaźnika WACC w zakresie struktury kapitału na podstawie sprawozdania finansowego OPL. Ponadto (nawiązując do wyjaśnień powyżej) wobec faktu, iż zastosowana przez Prezesa formuła gearing jest zgodna z Zawiadomieniem KE i Raportem BEREC I (mającym zastosowanie w niniejszej Decyzji), twierdzenia KIGEiT, nie zasługują na uwzględnienie. Niemniej podkreślenia wymaga, iż jeśli chodzi o wysokość struktury kapitału własnego i kapitału obcego, Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość ww. kapitałów wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC II. Wartość tych parametrów zmieniła się względem wartości wynikających z Raportu BEREC I. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC w oparciu o aktualne dane z Raportu BEREC II. Zatem ponownie orzekając w sprawie, Prezes UKE oparł się na Raporcie BEREC II, co wychodzi naprzeciw stanowisku KIGEiT zaprezentowanemu we wniosku KIGEiT.

7.3 Premia za udostępnienie kapitału własnego (ERP)

We Wniosku KIGEiT wskazano, że w Raporcie BEREC I wartość ogólnounijnego ERP została wyznaczona jako średnia wartość ERP krajowych dla wybranych krajów Unii Europejskiej. W Raporcie BEREC I wyznaczono wartość ERP jako wartość opartą na średniej arytmetycznej (w wysokości 5,31%) oraz geometrycznej (4,18%), przy czym BEREC nie wskazał na to, która z tych wartości powinna być użyta do kalkulacji.

W literaturze przedmiotu również nie ma jednomyślności co do zasadności uznania przewagi którejś z metod kalkulacji ERP. Izba wskazała, że za przyjęciem ERP w oparciu o średnią geometryczną opowiada się wielu specjalistów. KIGEiT powołała się na Bluma, T. Copelanda, T. Koller i J. Murrina jako ekspertów w zakresie finansów. Zdaniem KIGEiT z uwagi na fakt, że wskaźnik WACC wykorzystywany jest do kalkulacji opłat w modelu operatora efektywnego, niezasadne jest przyjmowanie wartości ERP, która zawyżałaby jego wartość. W związku z tym do kalkulacji WACC powinna zostać przyjęta wartość 4,18% wyznaczona jako średnia geometryczna wartość ERP krajów UE.

Prezes UKE podkreśla, że w Raporcie BEREC I (stanowiącym podstawę do analizy wskaźników pozwalających na wyliczenie WACC w Zaskarżonej Decyzji), jak i Raporcie BEREC II (stanowiącym podstawę rozstrzygnięcia w niniejszej Decyzji) wskazano, iż Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę obliczenia wartości ERP traktuje średnią arytmetyczną, a krajowe organy regulacyjne, które nie stosują średniej arytmetycznej, musiałyby przedstawić wyjaśnienie uzasadniające ich wynik, nawet jeśli mieszczą się w wartości pomiędzy 4,18%, a 5,31%. Należy zwrócić uwagę, iż w dokumencie KE „Communication from the Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector”, w Rozdziale 5.2.3.2 The equity risk premium based on historical series”, zostało wyjaśnione, że (...) najlepszym podejściem do oszacowania premii za ryzyko kapitałowe jest przyjęcie wartości nominalnej przy użyciu szeregów historycznych i wyprowadzenie premii za ryzyko kapitałowe opartej na średniej arytmetycznej. Dodatkowo Prezes UKE wskazuje, że przyjęcie średniej arytmetycznej wartości ERP jest spójne z przyjętą koncepcją metodyki zastosowanej przez Prezesa UKE przy wyznaczeniu poszczególnych parametrów WACC.

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

W Zaskarżonej Decyzji, mając na uwadze Zawiadomienia KE został przyjęty ERP z Raportu BEREC I obliczony jako jeden ogólnounijny ERP na podstawie historycznych serii premii rynkowych w państwach członkowskich UE. Według KE oszacowanie jednego ogólnounijnego ERP jest zgodne z empirycznymi dowodami sugerującymi, że rynki finansowe w UE są coraz bardziej zintegrowane, a zatem mają zbliżone ERP, co zapewni również spójność z założeniami modelu CAPM. Aby oszacować jeden ogólnounijny ERP, BEREC obliczył średnią arytmetyczną (AM) i średnią geometryczną (GM). Zawiadomienie KE ze względu na przejrzystość opowiada się za stosowaniem średniej arytmetycznej. Raport BEREC I wyjaśniał, iż oszacowanie ERP na podstawie średniej arytmetycznej lub geometrycznej było przedmiotem nierozwiązanych dyskusji w literaturze finansowej. Blume (1974 r.) wykazał, że przy szacowaniu wartości końcowej długoterminowych inwestycji kapitałowych średnia arytmetyczna jest generalnie estymatorem z tendencją w górę, podczas gdy średnia geometryczna jest estymatorem z tendencją w dół.

Wynik obliczeń przedstawiono w tabeli 9. Dla każdego państwa członkowskiego UE podano GM i AM. Ostatni wiersz zawiera dolną granicę (GM) i górną granicę (AM) jednej ogólnounijnej wartości ERP oszacowanej przez BEREC metodą opisaną powyżej.

Tabela 9. Zestawienie ERP

Kraj	Średnie arytmetyczne %	Średnie geometryczne %	Dostępne lata wagi
Austria	2,7	21	100% (120/120)
Belgia	2,1	4,1	100% (120/120)
Bułgaria	7,1	7,7	11,67% (14/120)
Chorwacja	7,9	8,1	10% (12/120)
Cypr	25,3	26,5	4,17% (5/120)
Republika Czeska	4,6	5	9,17% (11/120)
Dania	3,4	5,1	100% (120/120)
Estonia	Nie dostępne	Nie dostępne	Nie dostępne
Finlandia	3,4	5,1	100% (120/120)
Francja	3,1	5,3	100% (120/120)
Niemcy	4,9	8,2	98,3% (118/120)
Grecja	7,2	8,5	15% (18/120)
Węgry	0,7	0,9	9,17% (11/120)
Irlandia	2,6	4,6	100% (120/120)
Włochy	3,1	6,4	100% (120/120)
Łotwa	9,7	10,1	12,50% (15/120)
Litwa	3,8	4,2	12,50% (15/120)
Luksemburg	Nie dostępne	Nie dostępne	Nie dostępne
Malta	Nie dostępne	Nie dostępne	Nie dostępne
Holandia	3,3	5,5	100% (120/120)
Polska	3,1	3,2	15,83% (19/120)
Portugalia	5	9,1	100% (120/120)
Rumunia	7,1	7,2	5% (6/120)
Słowacja	1,6	1,7	12,50% (15/120)
Słowenia	3,5	3,6	12,50% (15/120)
Hiszpania	1,6	3,5	100% (120/120)
Szwecja	3,2	5,4	100% (120/120)
Wielka Brytania	3,6	4,9	100% (120/120)
EU-ERP	4,18	5,31	n/d

źródło: Raport BEREC I

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

BEREC w Raporcie BEREC I uznał, że odpowiednia wartość jednego ogólnounijnego ERP mieści się w granicach 4,18% (GM) i 5,31% (AM). Zdaniem BEREC podejście jest zgodne z celem z Zawiadomienia KE, ponieważ BEREC ujednolica obliczenia ERP, eliminując tym samym wszelkie różnice w metodzie stosowanej do obliczeń przez innych NRA. Różnica obliczeń ERP (AM i GM) odzwierciedla jedynie obecnie istniejącą sytuację w UE, którą krajowe organy regulacyjne muszą wziąć pod uwagę odpowiednio w swoich decyzjach. Wąski margines (AM i GM), oznacza, że krajowe ERP będą bardziej zbieżne, gdy krajowe organy regulacyjne zaczną stosować ogólnounijne ERP, odchylenie standardowe znacznie spadnie. W Raporcie BEREC wskazano, iż Zawiadomienie KE jako najlepszą metodykę traktuje AM, krajowe organy regulacyjne, które nie stosują AM, musiałyby przedstawić wyjaśnienie uzasadniające ich wynik, nawet gdy mieszczą się w marginesie.

Na podstawie obliczeń BEREC wyznaczył odpowiednią wartość pojedynczego ogólnounijnego ERP o wartości 4,18% (GM) i 5,31% (AM). Prezes UKE, w Zaskarżonej Decyzji, a także w niniejszej Decyzji ponownie rozstrzygającej w sprawie obliczając wskaźnik WACC dla OPL przyjął ogólną unijną wartość ERP jako średnią arytmetyczną (AM). AM lepiej niż GM odzwierciedla oczekiwania uczestników polskiego rynku, a także odpowiednio odzwierciedla poziom efektywności polskiego rynku będącego częścią rynku unijnego.

Ponowna analiza w zakresie parametru ERP wskazuje, że zasadne jest przyjęcie średniej arytmetycznej, a tym samym Prezes UKE podtrzymuje swoją argumentację zastosowaną w Zaskarżonej Decyzji jak i w niniejszej Decyzji (co do stosowania średniej arytmetycznej ERP, nie zaś średniej geometrycznej ERP). Mając na uwadze powyższe wyjaśnienia, twierdzenia z Wniosku KIGEiT nie zasługują na uwzględnienie.

Niemniej podkreślenia wymaga, iż jeśli chodzi o wysokość ERP, Prezes UKE ponownie rozpatrując sprawę przyjął wartość ERP wynikającą z aktualnego raportu BEREC – Raport BEREC II. Wartość tego parametru zmieniła się względem wartości wynikających z Raportu BEREC I. W efekcie zmianie uległa także wysokość wskaźnika WACC określona w Zaskarżonej Decyzji. W konsekwencji Prezes UKE, rozstrzygając w niniejszej Decyzji uchylił Zaskarżoną Decyzję i ponownie rozstrzygając określił wartość WACC w oparciu o aktualne dane z Raportu BEREC II. Zatem ponownie orzekając w sprawie, Prezes UKE oparł się na Raporcie BEREC II, co wychodzi naprzeciw stanowisku KIGEiT zaprezentowanemu we wniosku KIGEiT.

7.4 Premia za ryzyko inwestycyjne

We Wniosku KIGEiT wskazano, że dodatkową premię za ryzyko stosuje zaledwie kilka krajów UE i jej wartość kształtuje się w przedziale od 0,6% do 3,20%. Premia za ryzyko inwestycyjne stosowana dotychczas przez Prezesa UKE wynosiła 1,25%. Wartość ta była wskazywana przez OPL w stanowiskach przedkładanych w postępowaniach zakończonych określeniem wskaźnika WACC, nie była jednak przedmiotem analizy przez Prezesa UKE. Dodatkowo Izba wskazała, że w Zaskarżonej Decyzji Prezes UKE w żaden sposób nie uzasadnił, dlaczego w Polsce inwestycje w sieci światłowodowe wymagają doliczenia dodatkowej premii za ryzyko i dlaczego wartość ma wynosić 2,05%. KIGEiT wskazała, że premia powinna być wliczana jedynie wówczas, gdy ryzyko inwestycyjne faktycznie jest wyższe, a nie wyłącznie dlatego, że są w UE kraje, które stosują takie podejście. Zdaniem KIGEiT, Prezes UKE nie przeprowadził analizy ryzyk wskazanych w Zaskarżonej Decyzji, a tym samym nie udowodnił, że zasadne jest doliczenie jakiegokolwiek premii za ryzyko. W opinii Izby, brak jest uzasadnienia dla doliczenia premii za ryzyko inwestycyjne. Dodatkowo wyznaczenie wartości premii w oparciu o średnią z 5 krajów nie ma żadnego uzasadnienia. Równie dobrze Prezes UKE mógłby przyjąć do kalkulacji średnią ze wszystkich wysokości premii za ryzyko,

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

KIGEiT podniosła argument braku zasadności uwzględnienia dodatkowej premii za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową także w Stanowisku KIGEiT 2021.

Odnosząc się do powyższego, należy podkreślić, iż zgodnie z ciągle obowiązującym Zaleceniem NGA, szacując premię za ryzyko inwestycyjne w infrastrukturę światłowodową należy wziąć pod uwagę ryzyka makroekonomiczne i ogólnogospodarcze takie jak: ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego, nastroje konsumentów, spadek rentowności branży telekomunikacyjnej w efekcie rosnącej presji inflacyjnej, nasilenie się niekorzystnych zjawisk na rynku pracy. Poza ryzykami ogólnogospodarczymi wyżej wskazanymi w Zaleceniu NGA występują także stanowiące ich pochodne odniesione do kondycji i warunków rynkowych w jakich działa operator tzw. ryzyka specyficzne dla OPL dotyczące inwestycji w infrastrukturę światłowodową takie jak: ryzyko zmniejszenia w bliskim terminie napływu środków unijnych; ryzyko wahań kursów walut, ryzyko wzrostu kosztów pracy i wynagrodzeń, ryzyka wynikające z konsolidacji i przejęć na rynku telekomunikacyjnym.

Zagadnienie ryzyk na jakie narażony jest operator inwestujący oraz opinia Prezesa UKE w tym aspekcie zostały szczegółowo omówione w poprzednich sekcjach Decyzji.

Prezes UKE, rozpatrując ponownie merytorycznie niniejszą sprawę w związku z Wnioskiem KIGEiT, w ramach swoich uprawnień kontrolnych w ramach ponownej analizy sprawy, ponownie ocenił całość materiału dowodowego zgromadzonego w sprawie, uwzględniając stan faktyczny stwierdzony w czasie wydania Zaskarżonej Decyzji, jak i zmiany stanu faktycznego, które zaszły pomiędzy wydaniem Zaskarżonej Decyzji a wydaniem Decyzji w postępowaniu prowadzonym z wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy (tu: publikacja przez BEREC Raportu BEREC II). Prezes UKE ponownie zbadał wszystkie okoliczności faktyczne związane z niniejszą sprawą, zgodnie z zasadami prawdy obiektywnej i oficjalności (art. 7 kpa i art. 77 kpa) oraz zasady pogłębiania zaufania obywateli do organów państwa (art. 8 kpa). Ponadto, Prezes UKE oparł się na materiale dowodowym zgromadzonym w sprawie, dokonując wszechstronnej oceny jego znaczenia i wartości dla toczącej się sprawy.

W Stanowisku KIGEiT 2021, KIGEiT odniosła się do sposobu wyznaczenia struktury kapitału w oparciu o zastosowanie wskaźnika dźwigni kapitałowej oraz do braku podstaw do naliczania premii za ryzyko dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w infrastrukturę światłowodową. Ponadto, KIGEiT odniosła się do kwestii wyznaczania struktury kapitału, wskaźnika Beta oraz ERP. Prezes UKE przeanalizował podniesione przez KIGEiT argumenty oraz ponownie merytorycznie, całościowo i wyczerpująco przeanalizował zebrany w sprawie materiał dowodowy, z uwzględnieniem treści art. 53 ust. 1 Pt.

Mając na uwadze powyższe, za bezpodstawne należy uznać zarzuty KIGEiT w zakresie naruszenia art. 7, art. 8 i art. 9 kpa oraz art. 77 § 1 kpa przez brak wszechstronnej oceny i analizy oraz brak wyczerpującego wyjaśnienia przyjętego przez Prezesa UKE

rozstrzygnięcia, w szczególności wyjaśnienia zasadności przyjęcia poszczególnych paramentów wykorzystywanych do kalkulacji WACC dla OPL oraz naruszenia prawa materialnego, które miało wpływ na wynik sprawy, tj. art. 53 ust. 1 Pt oraz art. 104 § 1 kpa poprzez ustalenie wartości wskaźnika WACC w nieprawidłowej wysokości. Ponadto Prezes UKE w niniejszej Decyzji wyczerpująco omówił powody uchylenia Zaskarżonej Decyzji i zawarł szerokie uzasadnienie wskazanych w niniejszej Decyzji zmian, stanowiących orzeczenie co do istoty sprawy w uchylonym zakresie.

Podkreślenia jednak wymaga, że zmianie uległy okoliczności faktyczne sprawy. Został opublikowany Raport BEREC II, który zawiera nowe wartości parametrów składowych służących wyznaczaniu WACC w odniesieniu do usług w zakresie, w jakim są one realizowane w oparciu o infrastrukturę miedzianą. Ponadto, zmianie uległa wysokość premii za ryzyko inwestycyjne służąca określeniu WACC FTTH. Prezes UKE zobowiązany był uwzględnić powyższe, dokonując ponownej merytorycznej analizy niniejszej sprawy i ponownie rozstrzygając w niniejszej sprawie.

W konsekwencji po ponownym, wnikliwym, wszechstronnym i wyczerpującym rozpatrzeniu całej sprawy zakończonej wydaniem Zaskarżonej Decyzji, w tym po przeanalizowaniu zarzutów zgłoszonych przez KIGEiT we Wniosku KIGEiT i w Stanowisku KIGEiT 2021, Prezes UKE uchylił Zaskarżoną Decyzję w całości, po czym rozstrzygnął w sprawie jak w sentencji Decyzji.

POUCZENIE

Od Decyzji Stronie przysługuje skarga do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie. Skargę należy wnieść w terminie 30 dni od dnia doręczenia Decyzji za pośrednictwem Prezesa UKE (art. 3 § 2 pkt 1, art. 13 § 1 i § 2, art. 50 § 1, art. 52 § 1, § 3 zd.1, art. 53 § 1, art. 54 § 1 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (t.j.: Dz. U. z 2022 r., poz. 329 z późn. zm., dalej „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 18 marca 2021 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz. U. z 2021 r., poz. 535 z późn. zm.) w związku z art. 230 i 231 Ppsa.

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