

1527/04

MINISTERSTVO FINANCÍ
Č.j.: 104/112 076/2004

V Praze dne 11. XI. 2004
Výtisk č.: /

Pro schůzi vlády České republiky

Věc: Rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu
v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM

Důvod předložení:

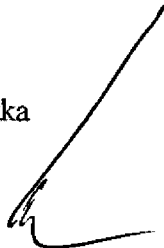
Materiál je předkládán v souvislosti s usnesením vlády České republiky č. 173 ze dne 17. února 2003, k návrhu dalšího postupu ohledně majetkové účasti státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. v majetku státu.

Obsah:

- I. Návrh usnesení
- II. Důvodová zpráva
Přílohy důvodové zprávy
 - a) Stanovisko meziresortní komise pro koordinaci privatizace společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s.,
 - b) Stanovisko poradce CSFB a Česká spořitelna
- III. Výsledky připomínkového řízení

Předkládá:

Mgr. Bohuslav Sobotka
ministr financí



TRAST
ČAS + TEMŽE + KVALITNÍ NABÝVATEL

Bod jednání č. 34
STANOVISKO SPV k materiálu na jednání vlády dne 16. listopadu 2004
Název materiálu: Rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM Č.j.: 1527/04
Předkladatel: ministr financí
Obsah materiálu: Jsou předloženy 3 varianty způsobu privatizace k prodeji 51,1% majetkového podílu státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM a.s. Varianta 1 Majetková účast Fondu národního majetku bude privatizována prodejem na veřejných kapitálových trzích (ECM). Varianta 2 Bude zrealizován přímý prodej 51,1 = akciového podílu nabyvateli, který bude vybrán ve dvoukolovém veřejném výběrovém řízení (M & A). Varianta 3 Bude zahájeno dvoukolové veřejné výběrové na nabyvatele 51,1 % akciového podílu v držení Fondu národního majetku a následně po první etapě bude rozhodnuto o pokračování veřejného výběrového řízení nebo o přechodu na prodej na veřejných kapitálových trzích (duální strategie).
Výsledek připomínkového řízení: PNEM: Porada doporučuje, aby materiál byl projednán nejprve v rámci vládního semináře konaného dne 19.11.2004 a poté předložen na jednání schůze vlády. MI upozorňuje na nevypořádané připomínky a konstatuje, že materiál není po formální stránce v souladu s Jednacím řádem vlády. MMR nesouhlasí s materiálem (chybí kvalifikovaný rozbor prodejní ceny 51% podílu státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM; připomínky k navrhovanému způsobu prodeje na kapitálovém trhu). MPSV uplatní následující připomínky a doporučení: <ol style="list-style-type: none">1. nevhodné načasování z hlediska kurzu USD;2. doba pro zhodnocení akcií nevedla k jejich prokazatelnému růstu;3. vyřešit problematiku kritické infrastruktury;4. MPSV doporučuje variantu č. III. PhDr. Helena Antošová (Odborný útvar předsedy vlády) upozorňuje, že v materiálu chybí: <ol style="list-style-type: none">1. analýza strategicko – bezpečnostních rizik;2. aktuální vyhodnocení podílu státu v jiných zemích;3. přehled žalob podaných společnostmi ČESKÝ TELECOM na stát;

4. analýza předpokládaných daňových výnosů pro stát před prodejem a v případě neúspěšného prodeje;

MPO - nelze souhlasit s vypuštěním podmínky privatizace strategickému partnerovi v navrhovaných variantách privatizace a zejména nelze souhlasit s privatizací majetkové účasti státu prodejem na veřejných trzích, jak navrhuje varianta 1, bod III. návrhu usnesení vlády. MPO se přiklání k variantám č. II. a III.

Připomínky SPV k materiálu:

I. všeobecné stanovisko k prodeji:

- jde o strategickou telekomunikační společnost v ČR i v evropském měřítku, což souvisí s polohou ČR a historickým zájmem okolních států o ovládnutí země a získání kontroly
- je nutné přihlídnout i k vojensko politickým zájmům východních mocností (zemí bývalého SSSR), pro které je strategická poloha ČR v Evropě a možnost ovládnutí jejího telekomunikačního provozu klíčovým zájmem
- nutno zahrnout buď do Smlouvy uzavřené mezi státem a FNM před zahájením prodeje (u varianty EMC), nebo do kupní smlouvy u varianty M+A všechny požadavky státu na telekomunikační síť z bezpečnostního hlediska (řešilo NBÚ a předpokládám, že specifikovalo podmínky)
- vzít v úvahu skutečnost, že **ČTc je národním operátorem pro NATO**
- analyzovat dopady žalob vedených v současnosti ČTc vůči českému státu (vliv na cenu)

II. k metodě EMC – transparentní - umístění na kapitálových trzích minimálně ve 2 tranžích:

- zakonzervuje na delší dobu aktuální stav vrcholového managementu ČTc
- po 1. tranži může s ohledem na vlastní zájmy zneužít svého postavení ve společnosti a přispět ke snížení hodnoty ve druhém kole, a tím výrazně snížit výnos privatizace
- představenstvo musí podepsat (dává záruky za údaje v Prospektu cenných papírů) – obchodní zákoník
- lze zvážit, zda si stát neponechá ze strategických důvodů určité procento akcií (10 – 13%), aby v budoucnu mohl definovat své event. další požadavky, ne vše lze zajistit regulačním prostředím, které bude dáno zákonem o elektronických komunikacích a udělenou licencí
- riziko pro stát - kupující může být kdokoli, může sledovat i jiné zájmy, které nejsou v souladu se zahraničně politickou orientací ČR

III. k metodě veřejného výběrového řízení (M+A)

- z pohledu potřeb státu zajistí kvalitní a kvalifikované služby pro podnikatele i občany, je vhodnější, protože lze předpokládat, že pro Střední Evropu vytvoří regionálního operátora pevných i mobilních sítí (posílí úlohu regionu i z vojensko politického a bezpečnostního hlediska)
- méně transparentní
- vysoké požadavky na morální vlastnosti výběrové komise
- EK – podporuje privatizace telekomunikačních společností, takže lze předpokládat, že nebude brzdit proces
- Zapojení ČTc do nadnárodní společnosti se příznivě odrazí na jejím ocenění i službách

IV. Závěr :

- Materiál je třeba doplnit o:
 - analýzu strategicko bezpečnostních rizik
 - aktuální vyhodnocení přehledu majetkových podílů státu v jednotlivých evropských zemích i ve vazbě na dobu privatizace
 - analýzu a stav žalob podaných ČTc na státu (MI obdrželo v lednu 2004 výzvu od ČTc a dle zákona má do 6 měsíců reagovat)- ovlivňuje cenu
 - stanovisko k oznámení společnosti TELE 2 k EK ve věci zneužití dominantního postavení ČTc na telekomunikačním trhu v ČR (cenové balíčky s volnými minutami) – odhad způsobené škody stanovený mezinárodním auditorem v GB se pohybuje od 2,7 do 3,4 mld. – ovlivňuje cenu
 - **analýzu předpokládaných daňových výnosů pro stát před zamýšleným prodejem (současná vlastnická struktura) a v případě neúspěšného prodeje, resp. prodeje za nízkou cenu,**
 - **tutéž analýzu doporučuji zpracovat variantně (s Eurotelem a bez Eurotelu) – porovnání s prodejem Radiomobily společnosti České radiokomunikace,**
- Doporučuji přihlédnout i ke skutečnosti, že celá transakce je výhodná pro operátora, který má vlastní pevnou i mobilní síť. Lze předpokládat, že vytvoří regionálního operátora a ÚOHS nařídí prodej Eurotelu (jeho cena je v současné době vysoká a pro investora znamená kompenzaci celé investice.

Perspektiva :

- v budoucnu, kdy by mělo dojít k oživení služeb a aplikací internetových služeb (širokopásmových) **po pevných sítích** včetně digitálního televizního vysílání, tím se **hodnota pevných sítí**, resp. objem poskytovaných služeb a tím i výnosy – **zvýší**,
- cílené využití **synergie** mezi pevnou a mobilní sítí
- ČTc by měl mnohem lépe využít **Rámcovou smlouvu** na poskytování služeb komunikační infrastruktury státní správě (její hodnota není dostatečně využívána ani sledována ze strany managementu)
- trend úbytku výnosu z hlasových služeb je nejen v ČR, nicméně ČTc nevytváří dostatečné zázemí pro nové služby a společnost je v současné době ani nepožaduje (e- health, telemedicina, oblast celoživotního vzdělávání (zřízení portálu pro základní výuku a pro nadstavbové služby)

Doporučení SPV:

Doporučujeme, aby materiál byl projednán nejprve v rámci vládního semináře konaného dne 19.11.2004 a poté předložen na jednání schůze vlády.

V Praze dne 15.11.2004

Zpracoval:

PhDr. Antošová na základě podkladových materiálů Ing. Gürlichové

K BODU Č. 11 DNE 1.12.2004

STANOVISKO ODBORNÉHO ÚTVARU PŘEDSEDY VLÁDY

Č.j.: 1527/04

NÁZEV: Rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM a.s.

PŘEDKLADATEL: ministr financí

STUPEŇ ZÁVAŽNOSTI: A

PROBLEMATIČNOST: 5

A) mimořádná, B) značná, C) nízká

PODSTATA PROBLÉMU:

Jedná se o zásadní rozhodnutí o způsobu privatizace 51,1 % majetkového podílu státu ve strategické telekomunikační společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s., která je strategickou společností, která se významným způsobem podílí na poskytování služeb elektronických komunikací v ČR, má klíčový význam i pro podnikatelskou sféru, dále má zásadní význam pro strategicko bezpečnostní zájmy státu. MF navrhuje ve 3 variantách způsob prodeje:

1. prodej na kapitálových trzích, 2. přímý prodej nabyvateli ve 2 kolovém výběrovém řízení, 3. kombinace 1 + 2, zahájena 2 kolovým výběrovým řízením a po první etapě bude rozhodnuto o pokračování výběrového řízení nebo půjde o přechod k prodeji na kapitálových trzích.

VÝSLEDKY PŘIPOMÍNKOVÉHO ŘÍZENÍ (PNEM + případné různé pohledy POU)

PNEM: Porada konstatuje, že stanoviska jednotlivých resortů se po uskutečněném vládním semináři dne 19.11.2004 nezměnila.

POU: závažné důsledky rozhodnutí jsou zejména finanční a bezpečnostní

ZÁVAŽNÉ DŮSLEDKY ROZHODNUTÍ:

- a) finanční:** u obou metod může dojít k nenaplnění očekávaných výnosů privatizace, zejména při prodeji na kapitálových trzích ve 2 tranžích, kdy 2. tranže je s časovým odstupem – může dojít k výraznému snížení ceny za akcii v důsledku hospodaření společnosti
- b) bezpečnostní:** v předloženém materiálu není tato otázka řešena, ani nejsou stanoveny smluvní podmínky pro zajištění strategicko-politických a bezpečnostních zájmů státu.

STANOVISKO POU:

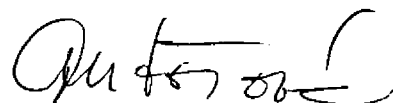
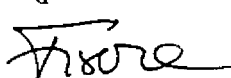
- a) schválit návrh usnesení
b) změna návrhu usnesení
c) odklad do (termín) + nový směr zpracování
d) přefadit do rozpravy
e)jiné:

doporučujeme schválit variantu 2, event. 3

Dne 29.11.2004

Vypracoval (vypracovali): Antošová (podkladové materiály Gürlichová)

V případě materiálu A 4-5 schválil:



I.
Návrh
USNESENÍ
vlády České republiky
ze dne 2004 č.

o rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu
v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM

Vláda

I. s o u h l a s í se zahájením privatizace majetkové účasti státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s., se sídlem Praha 3, Olšanská 55/5, PSČ 130 34, IČ: 60193336, která je v držení Fondu národního majetku České republiky až do výše 164 587 405 kusů kmenových akcií, v zaknihované podobě, na majitele, o jmenovité hodnotě 100,- Kč každá, ISIN CZ0009093209 (akciový podíl přibližně 51,1%),

II. b e r e n a v ě d o m í důvodovou zprávu obsaženou v části II předloženého materiálu;

III. s c h v a l u j e způsob privatizace akcií akciové společnosti ČESKÝ TELECOM v držení Fondu národního majetku ČR s tím, že

Varianta 1

5 majetková účast Fondu národního majetku bude privatizována prodejem na veřejných kapitálových trzích (ECM), v případě nerealizace prodeje ECM transakcí bude realizována varianta 2

VAR 4.

V NB/ND

5

Varianta 2

bude zrealizován přímý prodej 51,1% akciového podílu nabyvateli, který bude vybrán ve dvoukolovém veřejném výběrovém řízení (M&A)

~~Varianta 3~~

~~bude zahájeno dvoukolové veřejné výběrové řízení na nabyvatele 51,1% akciového podílu v držení Fondu národního majetku a následně po první etapě bude rozhodnuto o pokračování veřejného výběrového řízení nebo o přechodu na prodej na veřejných kapitálových trzích (duální strategie)~~

8.3.2004

9 EXKLUZIVNĚ IV. v případě zvolení varianty 1 bodu III. Usnesení z m o c ň u j e ministra financí k zajištění průběhu transakce a rozhodování o jednotlivých krocích transakce z časového a věcného hlediska, včetně schválení minimální ceny

V. v případě zvolení varianty č. 2 nebo č. 3 u k l á d á ministru financí předložit materiál, který bude obsahovat rozpracování bodu III. Usnesení, včetně časového harmonogramu.

*vyřezat: vybraní zve
pro J. Grossa levi 2006.*

Provede:
ministr financí

Předseda vlády
JUDr. Stanislav G r o s s, v. r.

II.

Důvodová zpráva

1. Důvod předložení

Usnesením vlády České republiky číslo 173 ze dne 17. února 2003 k návrhu dalšího postupu ohledně majetkové účasti státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s.

2. Popis problému

Vláda ČR vzala na vědomí harmonogram přípravy nového privatizačního procesu státního podílu až do výše 51,1% akcií společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s.

Tento materiál navrhuje, aby vláda ČR souhlasila se zahájením privatizačního procesu.

Přílohu II.a) předkládaného materiálu tvoří stanovisko meziresortní komise pro koordinaci privatizace společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s., která byla ustavena ministrem financí na základě usnesení vlády číslo 862 ze dne 8. září 2004.

Fond národního majetku, jež akciový podíl pro stát spravuje, na základě výsledků uskutečněné veřejné obchodní soutěže uzavřel smlouvu s poradcem, konsorciem CSFB a Česká spořitelna, a.s. Stanovisko poradce je předkládáno jako příloha II.b) tohoto materiálu a vyjadřuje mínění tohoto poradce.

Na základě tohoto předkládaného materiálu by měla vláda ze třech níže uvedených variant realizace transakce vybrat jednu. Vládou zvolená varianta bude podrobně popsána a rozpracována včetně časového harmonogramu realizace v materiálu, který ministr financí předloží vládě.

V případě zvolení varianty č. 1 (ECM) vláda zmocní ministra financí následně rozhodovat o termínu zahájení transakce a dalších náležitostech, včetně schválení minimální ceny. V případě varianty č. 2 (M&A) bude muset vláda rozhodovat minimálně ve třech etapách, a to nejdříve o kritériích pro účast ve veřejném výběrovém řízení a kritériích hodnocení nabídek, dále o účastnících postupujících do druhého kola a na závěr o vítězi výběrového řízení. Kombinovaná varianta č. 3 v sobě obsahuje rozhodování dle předcházejících variant.

3. Základní varianty

Navržené varianty vycházejí z materiálu poradce, který je přílohou důvodové zprávy.

1) Prodej na kapitálových trzích (ECM)

Výhody

- jistota ukončení transakce, při transakci na kapitálovém trhu nemůže dojít k situaci, že by se transakci nepodařilo dokončit. Výše výnosu bude závislá na aktuální situaci na kapitálovém trhu v okamžiku uvedení titulu na trh.
- rychlost transakce
- není nutné žádat Evropskou komisi o schválení transakce
- transparentnost transakce je zajištěna tvorbou nabídkové knihy (v nabídkové knize jsou zaregistrovány veškeré objednávky, alokace akcií a tvorba ceny). Neexistuje jiná forma prodeje, při níž by bylo možné dosáhnout vyšší transparentnosti.
- nejrychlejší získání výnosu z transakce, vláda obdrží výnos z transakce nejpozději v řádu dnů od ukončení transakce.
 - významně pozitivní vliv na oživení českého kapitálového trhu (zlepšení likvidity a rozšíření mezinárodních investorů v ČR)
 - využívá synergií nedávné transakce s akcemi v držení TelSource
 - neexistuje povinnost odkupu minoritních podílů
 - nejčastěji užívaná metoda privatizace telekomových společností vládami ostatních evropských zemí

Nevýhody

- bez podpory managementu by kapacita trhu mohla ztížit prodej v jedné transakci
- riziko konkurenčních nabídek v době prodeje
- nemožnost získat prémii za kontrolu
- případný diskont, který může tuto formu transakce provázet. Často se však nejedná o výrazný diskont, a nebo je diskont nevýhodou pouze relativní v porovnání s výhodou získání výnosu ve velmi krátké době

2) Přímý prodej celého podílu jednomu zájemci nebo konsorciu zájemců, který bude vybrán ve veřejném výběrovém řízení (M&A)

Druhou možností prodeje je dvoukolové veřejné výběrové řízení.

Výhody

- transakce může být realizována, za využití jak strategických investorů (investorů z oblasti telekomunikačních operátorů), tak i finančních investorů
- transakce není přímo závislá na situaci na kapitálových trzích
- teoretická možnost získání prémie za kontrolu nad společností (prémie však není garantována)

Nevýhody

- transakce je v porovnání s prodejem prostřednictvím kapitálových trhů časově náročnější a její konečný výsledek nelze předem odhadnout
- o schválení transakce je nutné požádat Evropskou komisi. Rozhodnutí o schválení může být vydáno ve lhůtě 2 měsíců (pokud je transakce bez pochybností) anebo ve lhůtě 18 měsíců, lhůta v obou případech začíná běžet ode dne doručení žádosti se všemi relevantními přílohami.
- povinná nabídka odkupu akcií minoritních akcionářů. V této souvislosti dochází k negativnímu dopadu na český kapitálový trh, který i za současného stavu „bojuje“ s malým objemem kvalitních obchodovaných titulů, z čehož ČT je jedním z nejvýše oceněných.
- nabídky potencionálních investorů mohou obsahovat podmínky pro vládu ČR nepřijatelné. Investoři mohou vyžadovat prohlášení a záruky (např. závazek odškodnění), které vláda nebude připravena poskytnout.
- finanční investoři požadují vysokou návratnost své investice (odtud citlivost na cenu, podmínky tzv. „exitu“ a dopad na společnost). Finanční investoři mohou mít podmínku dosažení vyššího podílu než 51% společnosti, což bude za dané situace velice obtížné, neboť TelSource v prosinci roku 2003 prodal svůj 27% podíl, který byl investory dostupný při předcházejícím pokusu privatizace.
- velký rozdíl mezi středně a dlouhodobými dopady na společnost z pohledu strategického a finančního investora

3) Prodej podílu kombinovanou metodou

Další možnost způsobu transakce byla poradcem identifikována jako tzv. duální strategie, tedy kombinace obou shora uvedených metod privatizace. Bude zahájeno dvoukolové veřejné výběrové řízení na nabyvatele 51,1% akciového podílu společnosti a následně po prvním kole bude rozhodnuto o pokračování veřejného výběrového řízení nebo o přechodu na prodej prostřednictvím veřejných kapitálových trhů.

Tato metoda v sobě skrývá některé výhody a nevýhody předcházejících variant. Z kombinace vyplývají následující charakteristiky:

Výhody

- pokud by se nepodařilo identifikovat v průběhu prvního kola vyhlášeného veřejného výběrového řízení potencionálního investora, který by nabídl přijatelné podmínky, lze se rozhodnout pro dokončení privatizace prodejem na kapitálových trzích

Nevýhody

- snížení tržní ceny za akcii, pokud bude rozhodnuto o dokončení transakce formou prodeje prostřednictvím kapitálových trhů z důvodu neexistence vhodného investora, či příliš nízkých cenových nabídek
- časová náročnost a nejistota výsledku

4. Závěr

Na základě výše uvedených skutečností jsou v bodu I. tohoto materiálu – Usnesení vlády navrženy tři varianty realizace privatizačního procesu. Předkladatel tohoto materiálu doporučuje vládě schválit **privatizaci majetkové účasti státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. v držení Fondu národního majetku ČR prodejem prostřednictvím veřejných kapitálových trhů**, tj. variantu číslo 1.

Důvody pro toto doporučení jsou následující:

- politická a ekonomická transparentnost
- predikovatelný dopad do veřejných rozpočtů jak z hlediska časového, tak objemového
- rychlost transakce
- není nutné schválení Evropskou komisí
- jistota dokončení transakce
- garance získání tržní ceny
- podpora českého kapitálového trhu

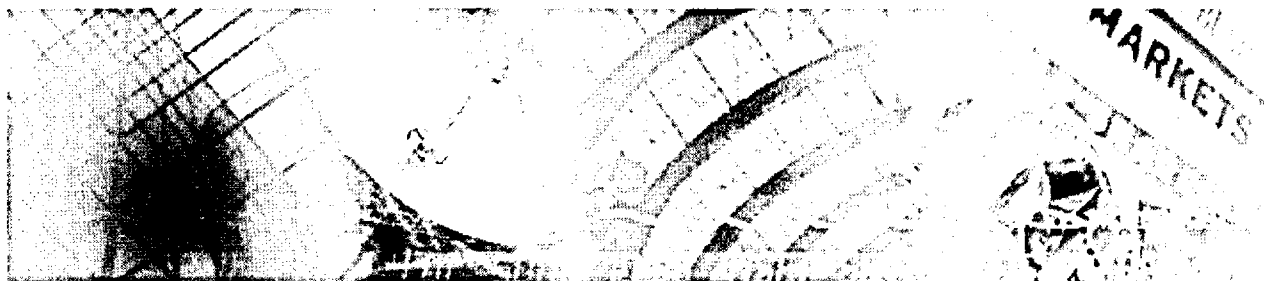
PŘÍLOHA II a)

k materiálu pro schůzi vlády Rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu v akciové společnosti
ČESKÝ TELECOM – č.j.: 104/112 076/2004.

**Závěrečné usnesení meziresortní komise pro koordinaci privatizace
společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. ze dne 26.10.2004:**

Meziresortní komise pro koordinaci privatizace společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. doporučuje Vládě České republiky privatizaci majetkové účasti státu ve společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. formou prodeje na veřejných kapitálových trzích.

PŘÍLOHA K DŮVODOVÉ ZPRÁVĚ O PRIVATIZACI MAJETKOVÉHO PODÍLU FNM VE SPOLEČNOSTI ČESKÝ TELECOM



URČENO JAKO PODKLADOVÝ MATERIÁL PRO JEDNÁNÍ VLÁDY ČR | 22. října 2004

CREDIT
SUISSE | FIRST
BOSTON

ČESKÁ
SPORITELNA

Důležité upozornění

Tato zpráva a případná ústní prezentace (společně dále jen „Zpráva“) byla vypracována společností Credit Suisse First Boston (Europe) Limited s jejími přidruženými společnostmi a společností Česká spořitelna a.s. s jejími přidruženými společnostmi (společně dále jen „Konsorcium“ nebo „Poradci“) na žádost Fondu národního majetku České republiky (dále jen „FNM“) v návaznosti na smlouvu s Konsorciem uzavřenou dne 9. 6. 2004 o poskytování služeb globálního poradce při privatizaci majetkového podílu FNM ve výši 51,1 % (dále jen „Podíl“) ve společnosti ČESKÝ TELECOM a.s. (dále jen „Český Telecom“ nebo „Společnost“) a dále v návaznosti na jednání mezi Ministerstvem financí ČR, FNM a Konsorcia a je určena výhradně pro informaci FNM v souladu s podmínkami zmíněné smlouvy. Tato Zpráva nesmí být rozmnožována, ať již v celku nebo její část, nesmí z ní být pořizován stručný přehled či výňatky, nesmí být zveřejňovány citáty ze Zprávy ani odkazy na ni, a není dovoleno jednat s kýmkoli o jejím obsahu či její obsah komukoli sdělovat, kromě vlády České republiky (dále jen „Vláda“), Ministerstvu financí, Řídicímu výboru, Úřadu pro hospodářskou soutěž České republiky, daňovým a právním poradcům FNM, auditorům FNM a/nebo jakékoli osobě, které musí FNM tuto Zprávu poskytnout ze zákona, bez předchozího písemného souhlasu Konsorcia.

Konsorcium neověřovalo samostatně žádné z informací poskytnutých pro účely vypracování této Zprávy a neposkytuje žádné záruky, ať již výslovné či domnělé, ohledně přesnosti, spolehlivosti či úplnosti těchto informací a Konsorcium za to nepřebírá a ani nepřevzme v budoucnu žádnou odpovědnost. Konsorcium vycházelo z předpokladu, že veškeré takto poskytnuté informace jsou úplné a přesné ve všech významných položkách. Pokud se týče údajů o činnosti či finančních údajů za minulá období, Konsorcium vycházelo z předpokladu, že byly vypracovány odpovídajícím způsobem v souladu s důsledně uplatňovanými standardy. Pokud se týče finančních předpovědí či prognóz, Konsorcium vycházelo z předpokladu, že byly vypracovány odpovídajícím způsobem na základě nejlepších odhadů a úsudků, které byly v době jejich vypracování k dispozici.

Závěry uvedené v této Zprávě vyjadřují názory Konsorcia k datu vypracování Zprávy, které vycházejí výhradně z informací, které byly Konsorciu poskytnuty k tomuto datu. FNM by si měl provést vlastní analýzu informací uvedených ve Zprávě a ponese odpovědnost za své rozhodnutí o uskutečnění případné transakce doporučené ve Zprávě nebo navržené na základě Zprávy.

Obsah

1	Úvod	3
2	Dosavadní kroky při přípravě privatizace ČTc	3
3	Pozice společnosti Český Telecom na trhu	5
	3.1 Stručný popis společnosti Český Telecom	6
	3.2 Relativní postavení společnosti Český Telecom	8
4	Důvody neúspěchu předcházející privatizace	17
5	Přehled vybraných privatizačních transakcí v sektoru telekomunikací v Evropě za posledních 10 let	19
6	Analýza možností privatizační strategie	23
	6.1 Prodej formou transakce M&A	23
	Popis procesu transakce M&A	23
	Rozhodování vlády ČR při klíčových milnících transakce M&A	24
	Nevýhody prodeje transakcí M&A	25
	Další aspekty	26
	6.2 Prodej na kapitálových trzích	30
	Popis procesu transakce ECM	30
	Rozhodování vlády ČR při klíčových milnících transakce ECM	30
	Výhody prodeje transakcí ECM	31
	Nevýhody prodeje transakcí ECM	31
	Další aspekty	32
	6.3 Duální proces - doplňující a aktualizované informace	36
	Výhody duálního postupu	37
	Nevýhody duálního postupu	38
	6.4 Obdržení výnosu v jednotlivých transakčních strategiích	40
7	Doporučení poradců – Návrh strategie, organizace, struktury a časového harmonogramu privatizace	41
8	Shmutí předběžného zájmu potenciálních investorů	42

1 Úvod

Tato zpráva je určena vládě České republiky (dále jen „vláda ČR“) a slouží jako příloha důvodové zprávy pro rozhodnutí o volbě privatizační strategie majetkového podílu ve výši 51,1% (dále jen „Podíl“) ve společnosti ČESKÝ TELECOM a.s. (dále jen „Český Telecom“, „ČTc“ nebo „Společnost“), který je v současné době ve vlastnictví Fondu národního majetku České republiky (dále jen „FNM“).

Tato zpráva byla vypracována v návaznosti na jednání mezi zástupci Ministerstva financí ČR, FNM a Poradců s cílem poskytnout souhrnnou informaci obsaženou ve zprávách doručených FNM - (i) Zpráva o postavení společnosti Český Telecom na trhu, (ii) Zpráva o alternativních strategiích privatizace 51,1% podílu FNM ve společnosti Český Telecom, (iii) Zpráva o doporučení privatizační strategie - a dále v návaznosti na formální a neformální reakce obdržené Poradci od telekomunikačních operátorů a finančních investorů.

2 Dosavadní kroky při přípravě privatizace ČTc

V rámci dosavadní přípravy privatizace Podílu ve společnosti Český Telecom byly realizovány, případně zahájeny, níže uvedené činnosti:

- **17. února 2003:** Vláda ČR usnesením č. 173/2003 uložila ministrům financí a informatiky předložit jí detailní materiál obsahující střednědobou strategii postupu ve společnosti Český Telecom včetně doporučení dalšího postupu privatizace majetkového podílu státu se záměrem v průběhu let 2004 - 2005 dokončit privatizaci ČTc.
- **7. ledna 2004:** Vláda ČR usnesením č. 20/2004 vzala na vědomí materiál předložený v souladu s předchozím usnesením Ministerstvem financí a uložila FNM vyhlášení obchodní veřejné soutěže na výběr poradenské instituce pro privatizaci majetkové účasti státu v ČTc a ustavila komisi pro posouzení a hodnocení nabídek předložených v rámci soutěže.
- **14. ledna 2004:** FNM vyhlásil veřejnou obchodní soutěž na poskytování finančního poradenství v souvislosti s privatizací ČTc.
- **10. května 2004:** Komise pro posouzení a hodnocení nabídek doporučila FNM přijetí nabídky konsorcia Credit Suisse First Boston (Europe) Limited (dále „CSFB“) a Česká spořitelna, a.s. (dále „ČS“) (společně „Poradci“).

-
- **9. června 2004:** FNM uzavřel s Poradci mandátní smlouvu o poskytování služeb poradce a globálního koordinátora (dále jen „Mandátní smlouva“).
 - **9. července 2004:** Poradci v návaznosti na jejich počáteční analýzu a jednání s vedením společnosti Český Telecom doručili FNM v souladu s Mandátní smlouvou tři zprávy, jejichž obsahem byla (a) analýza možných způsobů dokončení privatizace Společnosti včetně identifikace kladů, resp. záporů navrhovaného procesu, (b) analýza postavení Společnosti na trhu včetně identifikace trendů, (c) návrh strategie, organizace, struktury a časového harmonogramu privatizace Společnosti v intencích příslušných usnesení vlády České republiky.
 - **27. července 2004:** Poradci prezentovali ministru financí a jeho týmu za přítomnosti zástupců FNM obsah zpráv a doporučení předaných FNM 9. července 2004.
 - **6. srpna 2004:** Ministerstvo financí obdrželo dvě memoranda vypracovaná Poradci, která se podrobně věnovala (a) určení důvodů neúspěchu předchozí privatizace Podílu ve společnosti Český Telecom a dále (b) doporučení privatizační strategie.
 - **28. srpna 2004:** Poradci na společném jednání prezentovali ministru financí a jeho týmu za přítomnosti zástupců FNM dokument obsahující detailní rozbor otázek vznesených v dopise Ministerstva financí předsedovi výkonného výboru FNM.
 - **8. září 2004:** Vláda ČR usnesením č. 862 ustanovila meziresortní komisi pro koordinaci privatizace společnosti ČESKÝ TELECOM a.s.
 - **10. září 2004:** Distribuce dopisů s žádostí o vyjádření potenciálního zájmu o účast na privatizaci Podílu ve společnosti Český Telecom rozesílaných Poradci.

3 Pozice společnosti Český Telecom na trhu

Jako bývalý monopolní (inkumbentní¹) telekomunikační operátor v České republice pověřený poskytováním veřejné služby se Český Telecom musí vypořádat s mnoha úkoly, kterým čelí bývalí monopolní operátoři na liberalizovaných telekomunikačních trzích po celém světě. Na základě těchto skutečností je Český Telecom i nadále nejdůležitějším poskytovatelem fixních a mobilních telekomunikačních služeb v České republice. Makroekonomické prostředí, šíře a hloubka konkurence v telekomunikačním sektoru, režim regulace i technologický vývoj, to vše formuje provozní prostředí společnosti Český Telecom. Tyto faktory musejí být posouzeny v hodnocení pozice Společnosti, protože hlavně ty utvářejí provozní a tím i finanční výkony Společnosti. Vyhodnocení postavení společnosti Český Telecom uvedené v této zprávě může být sumarizováno v následující SWOT analýze (Strengths – Weaknesses – Opportunities – Threats: Silné stránky – Slabé stránky – Příležitosti – Hrozby):

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Číslo 1 mezi operátory pevných linek a mobilních telekomunikací v České republice ➤ Značky vysoké hodnoty - Český Telecom a Eurotel ➤ Vysoké EBITDA marže u fixních i mobilních služeb s vysokou úrovní tvorby volného cash flow ➤ Nejširší infrastruktura pro pevné linky i mobilní služby ➤ Kompletní portfolio služeb pevných linek a mobilních telekomunikací ➤ Konzervativní kapitálová struktura 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Eroze příjmů v tradičních službách pevných linek způsobená tlakem regulátora a konkurence ➤ Nasycený mobilní trh ponechává jen málo prostoru pro organický růst ➤ Relativně malý operátor v evropském kontextu: nevýhody v určitých oblastech úspor z velkého objemu (nákup, vývoj produktu/služeb) vs. velké telekomunikační skupiny ➤ Nasycený mobilní trh vede k větší cenové konkurenci
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Růstový potenciál díky domácímu makroekonomickému rozvojovému potenciálu, zejména po přístupu k EU ➤ Nízká nasycenost širokopásmovým Internetem ponechává významný růstový potenciál tohoto trhu ➤ Inovační nové služby, jako například poskytování mediálního obsahu na základě technologického vývoje ➤ Zvýšení hodnoty Společnosti prostřednictvím transformačního plánu ➤ Marketing sdružených fixních-mobilních služeb ➤ Mezinárodní expanze 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Konkurence v oblasti pevných linek ze strany operátorů s vlastní infrastrukturou, ULL i ze strany překupníků ➤ Regulace bude asi i nadále vyvíjet cenový tlak, zejména na služby pevných linek Společnosti ➤ Možný nárůst konkurence akvizicemi agresivními mezinárodními telekomunikačními hráči (altnetové a/nebo mobilní akvizice) ➤ Hrozba nových technologií jako například VoIP ohrožuje unikátní infrastrukturu společnosti Český Telecom

¹ incumbent = zde: organizace pověřená vládou správou sítí ze zákona

3.1 Stručný popis společnosti Český Telecom

Od akvizice minoritního podílu ve společnosti Eurotel od firmy Atlantic West v červnu 2003 má Český Telecom plné vlastnictví nejen dominantního inkumbentního operátora pevných linek, ale také největšího mobilního operátora v České republice. Jeho postavení vyjadřuje pozici typického inkumbentního telekomunikačního operátora ve většině ostatních evropských zemí.

Provozování pevných linek bylo v posledních letech pod značným tlakem ze dvou následujících důvodů: přechod z pevných linek na mobilní, a vyšší konkurence stimulovaná tlakem regulátora v sektoru pevných linek. V posledních letech v tomto ohledu vykazuje počet tradičních přístupových linek provozovaných společností Český Telecom klesající trend. Tento trend většinou silně ovlivnil tradiční hlasové služby a byl jen částečně zmírněn zvýšenou poptávkou zákazníků po nových službách, jako například ISDN, přístupu na Internet a teprve v poslední době širokopásmové technologii DSL. Aby byl tento trend vykompenzován, společnost Český Telecom přijala opatření na snížení nákladů, zejména snížením počtu zaměstnanců v sektoru pevných linek a zvýšením efektivity. Úspěch lze pozorovat na pokroku, který byl učiněn co se týče počtu pevných linek na jednoho zaměstnance, který byl v průběhu času úspěšně vyrovnán s evropskými společnostmi typu společnosti Český Telecom.

Provozní data pevných linek

(v tis. s výjimkou dat „na jednotku“)	2001	2002	2003	1H-04
PSTN	3 842	3 661	3 586	3 471
z toho: ISDN	261	389	477	504
z toho: DSL	0	0	15	32
Účastníci užívající internet	481	702	865	937
Prům. měsíčně MOU na zákazníka	277	290	289	281
Internet vytáčené minuty (% provozu)	38,6%	48,0%	53,7%	54,4%
Zaměst. pevných linek (1)	15 194	13 717	10 901	9 421
Linek na zam.	251	267	329	368
% růst	NA	6,4%	23,2%	(12,9%)

(1) Konec roku.

Zdroj: Data Společnosti.

Oproti provozování pevných linek v průběhu posledních let prožíval Eurotel silný nárůst své obchodní činnosti. Počet účastníků se neustále zvyšoval, až dosáhl 4,3 miliónu² ke konci června 2004; tento silný nárůst počtu účastníků umožnil společnosti Eurotel, aby uhájila své postavení vedoucí společnosti na trhu. Míra „přestupů“ („churn“ – odliv, fluktuace) byla úspěšně stlačena na roční úroveň kolem 12 %, zatímco ARPU (Average Revenue Per Unit = průměrný výnos na jednotku) byl naopak stabilizován.

² Je nutné poznamenat, že Eurotel vykazuje počet účastníků v návaznosti na vlastní definici aktivních účastníků, která je odlišná od definice užívané každým z konkurentů. Více detailů k této záležitosti je uvedeno v sekci 3.2.

Provozní data mobilních služeb

(v tis. vyjma dat "na jednotku")	2001	2002	2003	1H-04
Smluvní účastníci	695	778	885	936
Účastníci s předplatným	2 543	3 113	3 330	3 348
Účastníků celkem	3 238	3 891	4 215	4 320
z toho: Účastníci s paušálem na datové služby	0	0	-	56
Roční odliv (fluktuace)	17%	13%	11%	10%
Průměrně měsíčně MOU na účastníka	116	98	90	86
Průměrně měsíčně SMS na účastníka	36	43	45	44
ARPU (CZK, za měsíc)	800	607	551	509
Počet zaměstnanců ⁽¹⁾	2 420	2 447	2 442	2 463
Počet účastníků na 1 zaměstnance	1 338	1 590	1 726	1 754

(1) Konec roku

Zdroj: Údaje Společnosti.

Vývoj provozování pevných linek a mobilních služeb je reflektován v jejich relativních finančních výkonech.

Oblast pevných linek zaznamenala v posledních letech zhoršení svých výnosů, které bylo částečně kompenzováno snížením nákladů, zejména díky úsporám dosaženým v souvislosti se snížením počtu zaměstnanců. Tímto způsobem společnost Český Telecom dokázala udržet EBITDA marži (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – zisk před zúročením, zdaněním, odpisy a amortizací) v oblasti pevných linek kolem 50 %.

Ačkoli se trh v současnosti blíží stavu nasycení (saturace), v posledních letech společnost Eurotel značně zvýšila své výnosy a zlepšila svou marži na úroveň blížící se 50 %, což je vynikající výkon v porovnání s ostatními evropskými mobilními operátory. V 1. pololetí 2004 společnost Eurotel přispěla celé skupině kolem 45,6 % výnosů a kolem 45,6 % EBITDA, oproti 43,0 % respektive 44,2 % v prvním pololetí roku 2003. Za daného zhoršování vývoje v oblasti pevných linek se očekává, že relativní příspěvek společnosti Eurotel se postupem doby bude ještě zvyšovat.

Konsolidované finanční výkazy byly ovlivněny přechodem na plnou konsolidaci společnosti Eurotel od prosince 2003. Celkově si společnost Český Telecom udržela vysoké ziskové rozpětí i v prostředí klesajícího trhu, které jí umožňuje dosáhnout cílů růstu v oblasti FCF (Free Cash Flows = volný peněžní tok), kdy se management zaměřil na udržení disciplíny v oblasti „opex & capex“ („operating expenditures – provozní výdaje“ a „capital expenditures – investiční výdaje“). Čistý příjem v roce 2003 byl dále ovlivněn mimořádným odpisem kvůli znehodnocení aktiv Společnosti, protože vedení Společnosti zohlednilo sníženou hodnotu své sítě v důsledku cenového prostředí nastaveného regulátorem, konkrétně zohlednilo nemožnost zajištění odpovídající návratnosti prostředků vložených do zajištění přístupu na svou síť.

Finanční přehled

<i>(miliónů Kč)</i>	2002	2003	VI.03	VI.04
<i>Pevné linky (před vyrovn. mezi spol.)</i>				
Výnosy	38 995	36 507	18 767	17 424
% nárůst	-	(6,4%)	-	(7,2%)
Provozní náklady	(19 216)	(19 503)	(9 517)	(8 835)
EBITDA	19 779	17 004	9 250	8 589
% marže	50,7%	46,6%	49,3%	49,3%
D&A (odpisy a amort.)	(16 641)	(16 562)	(8 032)	(7 644)
EBIT ⁽¹⁾	3 138	442	1 218	945
<i>Mobilní (před vyrovn. mezi spol.)⁽²⁾</i>				
Výnosy	28 800	29 078	14 139	14 619
% nárůst	-	1,0%	-	3,4%
Provozní náklady	(15 088)	(14 879)	(6 818)	(7 425)
EBITDA	13 712	14 199	7 321	7 194
% marže	47,6%	48,8%	51,8%	49,2%
D&A	(4 596)	(5 008)	(2 400)	(2 468)
EBIT	9 116	9 191	4 921	4 726
<i>Konsolidované⁽³⁾</i>				
Výnosy	52 856	51 476	25 410	31 143
% nárůst	-	(2,6%)	-	22,6%
Provozní náklady	(26 706)	(27 662)	(12 924)	(15 965)
EBITDA	26 150	23 814	12 486	15 178
% marže	49,5%	46,3%	49,1%	48,7%
D&A	(18 957)	(19 444)	(9 226)	(10 441)
EBIT ⁽⁴⁾	7 193	4 370	3 260	4 737
Čisté úrokové výdaje	(978)	(1 128)	(236)	(390)
EBT ⁽⁴⁾	6 215	3 242	3 024	4 347
Čistý zisk	4 276	(1 780)	2 277	3 331
Nákup (prodej) hmotných aktiv	8 703	5 098	2 956	2 972
Nákup (prodej) nehmotných aktiv	2 032	920	430	154
FCF (volný peněžní tok) ⁽⁴⁾	11 711	14 867	6 075	9 797

(1) Bez snížení hodnoty ve výši 0,1 mld. Kč v roce 2002 a 9,9 mld. Kč v roce 2003. Uveden je pouze dopad, ne čistý příjem.

(2) Podle zprávy společnosti Eurotel.

(3) Nikoliv pro forma za akvizici společnosti Eurotel.

(4) FCF je definováno jako volný peněžní tok z provozní činnosti mínus nákup/prodej hmotných a nehmotných aktiv plus obdržené úroky.

3.2 Relativní postavení společnosti Český Telecom

Český Telecom je jediný integrovaný operátor v České republice, který nabízí kompletní rozsah hlasových, datových a Internetových produktů přes své fixní i mobilní platformy. Jedinými dalšími operátory pevných linek i mobilních služeb jsou Deutsche Telekom a České Radiokomunikace, majoritní a minoritní partneři ve společnosti T-Mobile Česká republika, kteří též nezávisle nabízejí služby pevných linek. Provoz pevných linek společnosti České Radiokomunikace je vybudován převážně na tradičním přenosu, ale společnost nedávno oznámila, že vstupuje na trh s ULL (Unbundled Local Loop = zpřístupněná místní/lokální smyčka) a DSL (Digital Subscriber Line = digitální účastnická linka) a provádí aktivní marketing své značky Bluetone. Deutsche Telekom se angažoval na českém trhu akvizicí menšinového podílu ve společnosti Český Pragonet v červenci 2003, která byla integrována do obchodní zákaznické divize T-Systems. Ovšem jak České

Radiokomunikace, tak i T-Systems postrádají šíři a hloubku produktů společnosti Český Telecom.

Mimo těchto společností nabízí řada alternativních operátorů pevných linek vybrané služby nebo služby pro vybrané cílové skupiny. Až doposud se konkurenční boj soustředil hlavně na úroveň podnikových zákazníků, kde alternativní operátoři poskytují zákazníkům na míru šité služby s přidanou hodnotou, včetně IP-VPN (Virtual Private Network = virtuální soukromá síť), správy sítí a ostatních podnikových datových produktů. Aliatel a Contactel jsou nejzavedenějšími operátory s jasným domácím zaměřením v této oblasti. GTS a eTel poskytují služby na českém trhu jako jeden z klíčových elementů v jejich strategii pro střední a východní Evropu se zaměřením na podnikové zákazníky v tomto regionu.

Od zavedení volby poskytovatele spojení a předvolby poskytovatele spojení v červnu 2002 a lednu 2003 čelí Český Telecom vyšší konkurenci ze strany společností kupujících a následně prodávajících služby, jako například Tele2. Společnosti takto obchodující s poskytováním služeb mají tendenci investovat do agresivního marketingu, aby získaly svůj podíl na trhu, kdy ale současně dělají kompromisy v oblasti marží, což je dáno zejména jejich nízkou základnou fixních aktiv. Očekává se, že rychle rostoucí trh DSL bude utvářen i společnostmi takto obchodujícími s poskytováním služeb, které nakupují velkoobchodní produkty od společnosti Český Telecom a následně je prodávají koncovým zákazníkům pod svými vlastními značkami.

Současně Český Telecom podepsal první kontrakty na zpřístupnění místních smyček s Českými Radiokomunikacemi a v současnosti pokročil v jednáních se společností Telenor. Ačkoli v současnosti nejsou v České republice regulovány, budou ceny ULL pravděpodobně regulovány ČTÚ v krátkodobém nebo střednědobém časovém horizontu a jako důsledek tohoto kroku se současné cenové úrovně mohou snížit. V důsledku toho se celková atraktivita i dlouhodobější dopad na konkurenci na českém širokopásmovém trhu, která je založena na infrastruktuře, musí teprve vyhodnotit. Vedle této skutečnosti kabel přetrvává být konkurentem pro široké pásmo. Ovšem rychlý rozvoj DSL přeměňuje DSL na nejrozšířenější technologii pro širokopásmové služby.

Přehled významných alternativních telekomunikačních operátorů v České republice

Operátor	Zaměřeno na typ zákazníka	Technologie přístupu						Síť	Výnosy '03	EBITDA '03	Počet zaměstnanců	Akcionáři
		CS	CPS	DSL(1)	ULL	WLL	Sat.					
Aliatef	Podniky, SME	✓	✓	✓	✓			10,000 km páteř, 53 měst, 180 přístup. bodů	€80m	€8m	353	40% RWE Com 30% ČEZ 21% E.ON 9% PRE
České Radiokom.	Podniky, SME, domácnosti	✓	✓	✓	✓	✓		90 POP v zemi	€70m	€26m	-800 ('02)	71.89% Bivideon (Deutsche Bank) 11.57% Bank Austria Creditanstalt
CD Telekomunikace	Podniky						Carrier focus	2,300km páteř, síť 350 přístup. bodů	NA	NA	NA	ČD (majority stake)
CEZnet	Podniky						Carrier focus	2,500km páteř, síť, 29 communication nodes	€12m ('02)	NA	140	100% ČEZ
Contactef	Podniky, SME, domácnosti I		✓	✓				Optická vlákna - páteř.	€33m	NA	293	100% TDC
Czech Online	Podniky, SME, domácnosti	✓	✓	✓	✓			IP páteř, 37 POP, napojení na mezinár. síť Telekom Austria	€19m	€8m	220	100% Telekom Austria
eTel	Podniky, SME, domácnosti	✓	✓	✓	✓			Síť po celé síť a vých Evropy	> €100m (Group)	NA	75 (CR)	Dresdner Kleinwort Capital, ARGUS Capital Partners, Greenhill Capital Partners, Intel Capital
GTS	Corporate, SME, domácnosti	✓	✓	✓	✓	✓		IP páteř, 16 POP, napojení na síť BT Ignite	€69m	€11m	260	100% Antel Holdings
Nextra	Podniky, SME				✓	✓		Napojeno na síť Nextbone by Telenor	NA	NA	NA	100% Telenor Networks
Tele 2	Domácnosti	✓	✓			✓ ⁽²⁾		Žádná; integrováno do evropských operací Tele2	NA	NA	NA	100% Tele2
Tiscali	SME, domácnosti	✓	✓	✓		✓ ^{(2), (1)}		Žádná; integrováno do evropských operací by Tiscali	€18m	NA	NA	100% Tiscali
T-Systems Pragonet	Podniky, SME	✓	✓	✓		✓		Páteř v Praze, napojení na síť T-Systems	€15m ('02)	€1m ('02)	NA	100% T-Systems
UPC	Podniky, SME, domácnosti						✓	Kabelová síť do více než 20% domácností	€54m	€22m	NA	UPC

(1) Následně prodáváno Českým Telecomem

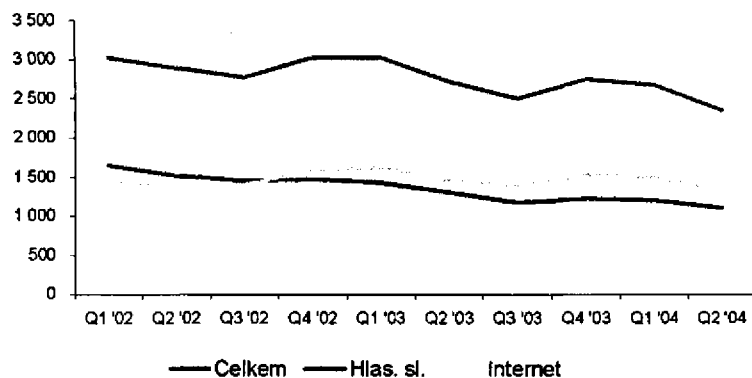
(2) Kupované a následně prodávané služby

Zdroj: Údaje Společnosti.

Na zmenšujícím se tržním prostředí z důvodu silných cenových tlaků se výnosy společnosti Český Telecom z pevných linek snížily od roku 2000 průměrně o 6,4 % CAGR (Compound Annual Growth Rates = složené roční tempo růstu). Ve stejném období alternativní operátoři dokázali téměř zdvojnásobit své výnosy z cca Kč 4,5 mld. v roce 2000 na přibližně Kč 8,2 mld. v roce 2003. Ke konci roku 2003 byl odhad podílu alternativních operátorů ve výši cca 19 % z trhu pevných linek.

Celkový objem provozu na pevných linkách spravovaných společností Český Telecom se v posledních letech snížil z toho důvodu, že byl ovlivněn řadou faktorů: kromě snížení celkového počtu linek, zejména provoz na hlasových linkách utrpěl silným poklesem z důvodu nové konkurence ze strany CS a CPS od jejich zavedení v roce 2002 a substituce mobilní telefonii. Internetové komutované připojení bylo méně ovlivněno z důvodu významného růstu celého trhu v minulosti. Ovšem počet minut komutovaného připojení se nedávno snížil z důvodu rostoucí kanibalizace ze strany DSL, a proto že konkurenti využívají výhodných propojovacích poplatků uplatňovaných na společnost Český Telecom ze strany regulátora s cílem vytvoření agresivnější konkurence.

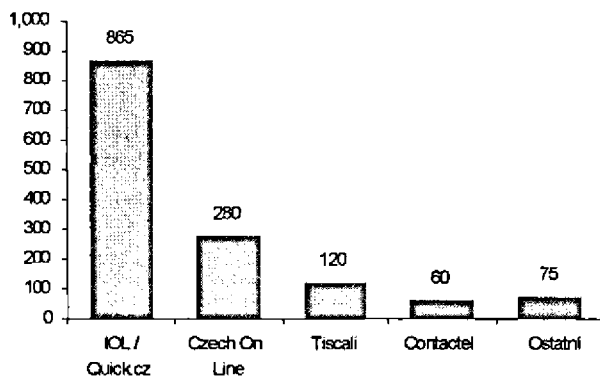
Analýza provozu (v miliónech minut)



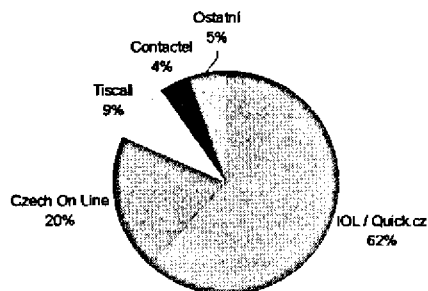
Zdroj: Údaje Společnosti.

V oblasti přístupu na Internet je společnost Český Telecom i nadále dominantní ISP (Internet Service Provider = poskytovatel připojení k Internetu), co se týče účastníků. Ke konci roku 2003 měla společnost Český Telecom prostřednictvím své přístupové služby Internet OnLine založené na placeném i bezplatném přístupu Quick.cz celkovou kombinovanou základnu účastníků ve výši 865.000 účastníků, tj. daleko před dalším největším ISP – Czech On Line, který měl cca 280.000 účastníků (podle nezávislé výzkumné společnosti Analysys).

Aktivní Internetové účty k prosinci 2003 (v tis.)



Podíl na ISP trhu k prosinci 2003

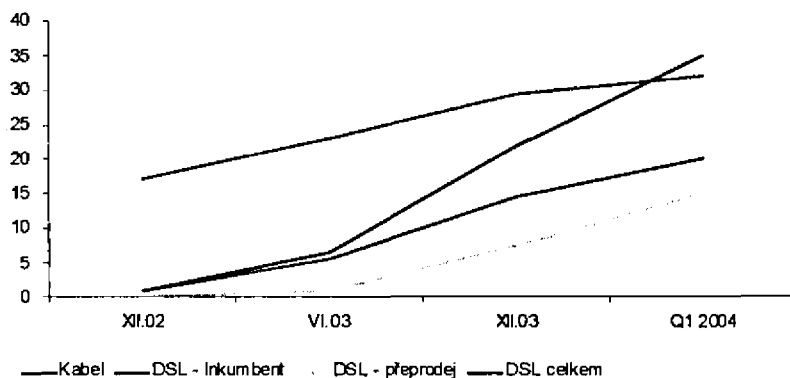


Zdroj: Analýzy.

V rostoucí oblasti širokého pásma čelí společnost Český Telecom konkurenci ze strany řady různých konkurentů: (1) ze strany kabelových operátorů, kde zejména UPC Česká republika nabízí širokopásmové služby od konce devadesátých let přibližně 290.000 domácnostem v České republice; (2) ze strany infrastruktury založené na ULL, konkurence DSL, která má být brzy spuštěna; (3) ze strany

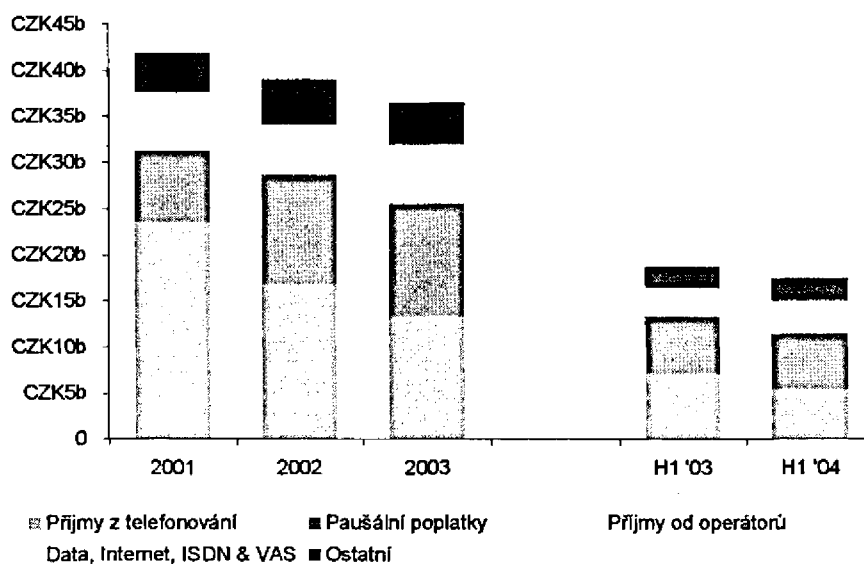
společností obchodujících s poskytováním DSL služeb, které nabízejí DSL služby od poloviny roku 2003 a v současné době reprezentují cca jednu třetinu DSL účastníků; a (4) ze strany ostatních forem širokopásmového přístupu jako jsou například WLAN a širokopásmový satelit, které jsou v České republice doposud směřovány hlavně na obchodní sektor.

Vývoj širokopásmových přístupových linek podle technologie



Zdroj: Analýzy, finanční výkazy UPC, internet provsechny.cz, CSFB odhady

Jako výsledek výše uvedených faktorů, vývoj výnosů se vyvíjel podle níže uvedených trendů.



Zdroj: Společnost

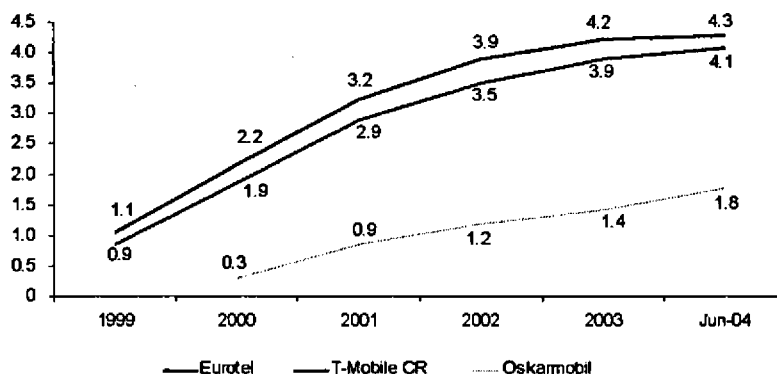
Výnosy z hlasových služeb klesají následkem konkurenčních a regulačních tlaků. Stálé úsilí Českého Telecomu upravit své tarify (zvýšit váhu výnosů z předplacených služeb v porovnání s výnosy z přenosu dat) mělo vliv na podíl výnosů z přeplacených služeb a je omezeno regulátorem. Výnosy z přepravy dat, internetu a ISDN & VAS mají stále růstový trend a reflektují tak vyšší penetraci internetu, služeb z přenosu dat a v poslední době penetraci vysokorychlostního internetu, nicméně stále nedosahují více než 10% výnosů generovaných v prvním pololetí 2004. Zvýšený podíl výnosů ostatních operátorů reflektuje narůstající konkurenci alternativních operátorů, kteří potřebují doručit přenos dat jejich zákazníkům, který vzniknul v síti Českého Telecomu nebo, kteří jednoduše využívají jejich síť k přenosu dat. Nárůst výnosů generovaných těmito službami a poskytnutých ostatním operátorům kompenzuje klesající výnosy v ostatních oblastech jako jsou například hlasové služby, ale na základě stanovených ziskových marží těchto služeb má podstatně nižší přínos do ziskovosti.

Je nutno podotknout, že definice aktivního klienta je významně odlišná mezi třemi operátory v České republice. Zatímco tarifní zákazník je aktivním odběratelem po dobu trvání smlouvy v případě všech operátorů, přesná definice zákazníka s předplacenými službami už není tak jednoznačná. Eurotel se řídí politikou vyřazení zákazníka s předplacenou službou z jeho účastnického čísla v případě, že tento účastník nesplní kritérium dobytí kreditu za posledních 18 měsíců nebo neučiní/nepřijme hovor nebo SMS, který by generoval příjem za poslední 3 měsíce. T-Mobile považuje zákazníka za aktivního v případě, že si tento kredit dobyl v posledních 12 měsících. Český Mobil aplikuje tento princip podobně na 13 měsíců, ale v závislosti na přístupu „top-up“, který je použit. Toto 13 měsíční období se skládá ze 6-10 měsíčního období a příslušného 7-3 měsíčního období nečinnosti, dovolující dobytí před tím, než je klient považován za odešlého („churned“).

I když konečná finanční výkonnost není ovlivněna měnícími se definicemi klientů, tyto stále často ovlivňují uvedená finanční data. Čím delší období je povoleno před tím než je klient považován za „mrtvého“, tím vyšší bude celkový počet klientů. Na druhou stranu, ARPU bude negativně ovlivněn, když příjmová data budou dělena „nafouknutým“ počtem klientů.

V mobilním sektoru je Eurotel vedoucím operátorem v České republice již od svého založení. Společnost má největší základnu účastníků a výnosů, přičemž její podíl účastníků je 43% a tržní podíl výnosů činí 46 %.

Počet mobilních účastníků (v miliónech)



Zdroj: Údaje Společnosti.

Díky pokročilejšímu stádiu rozvoje se Eurotel těší maržím EBITDA, které jsou vyšší než mají jeho přímí konkurenti T-Mobile a Český Mobil. Služby společnosti Eurotel jsou vnímány jako prémiové a inovativní s nejmodernějšími vývojovými trendy v mobilní datové oblasti. S cca 13 % výnosů v 1. pololetí 2004 reprezentují datové služby rostoucí část výnosové základny společnosti Eurotel, které jsou dále podporovány službou „Eurotel Data Nonstop“, prvním paušálním neomezeným mobilním přístupem na Internet v Evropě. Důraz společnosti Eurotel na datové služby ji řadí před její konkurenty s unikátními návštěvníky na její mobilní ISP, kteří činí více než trojnásobek úrovně TMO ČR (údaje pro únor 2004). Společnost spustila své CDMA služby (Code Division Multiple Access = vícenásobný přístup s kódovým dělením) na počátku srpna roku 2004, přičemž tato služba pokrývá 70% české populace.

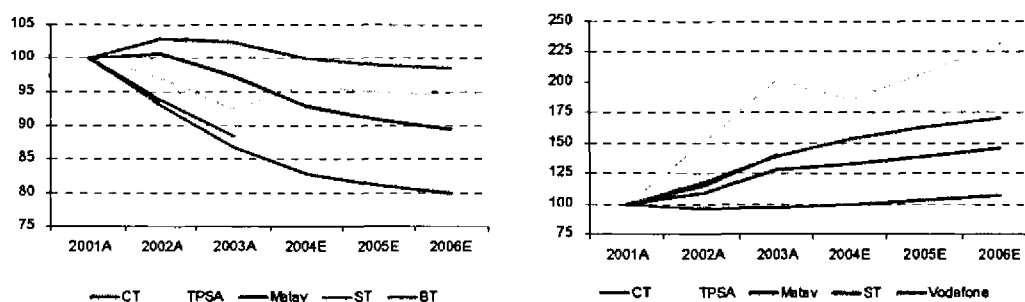
Domácí konkurence v mobilní oblasti

(CZK v mld s výjimkou uvedených případů)	Eurotel	T-Mobile CR	Oskarmobil
Účastníků (pros. '02, '000)	3 891	3 500	1 180
Účastníků (pros. '03, '000)	4 215	3 947	1 547
Účastníků (červen'04, '000)	4 284	4 075	1 772
z toho: Předplacené	3 348	3 072	1 012
z toho: Na smlouvu	936	1 003	760
Podíl na trhu - počet úč. (červen '04, '000)	42%	40%	17%
Měsíční ARPU (fisk.rok '03, CZK)	551	491	647
Měsíční ARPU (Q2 '04, CZK)	509	487	642
Výnosy '02	28,8	21,8	7,4
Výnosy '03	29,1	24,4	9,6
% nárůst	1,0%	12,1%	30,2%
Podíl na trhu - výnosy (břez. '04)	46%	39%	15%
EBITDA '02	13,7	9,9	0,6
EBITDA '03	14,2	10,8	2,6
% nárůst	3,6%	9,0%	295,9%
EBITDA-marže '02	48%	45,4%	9%
EBITDA-marže '03	49%	44%	27%

Zdroj: Prezentace společnosti Eurotel, údaje Společnosti.

Porovnání Českého Telecomu s obdobnými společnostmi v regionu střední a východní Evropy reflektuje různé vývojové fáze a trhy, v kterých tyto společnosti působí. Výnosy Českého Telecomu z pevných linek výrazně klesly od roku 2001 z důvodu brzké liberalizace a regulatorního tlaku. V případě Eurotelu, analýza růstu výnosů reflektuje blízkost českého mobilního trhu k saturaci a také fakt, že významná část růstu v tomto segmentu se uskutečnila v minulosti.

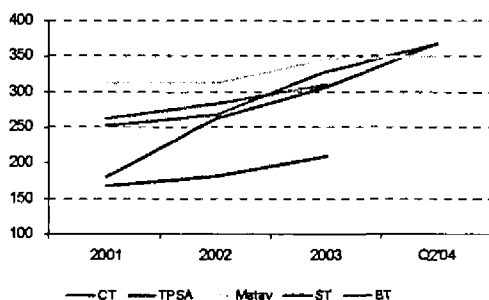
Výnosy z poskytování pevných služeb (2001 = 100) Výnosy z poskytování mobilních služeb (2001 = 100)



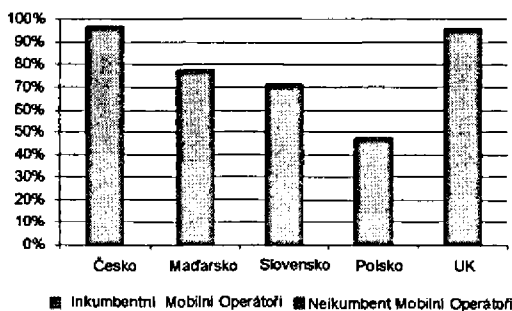
Poznámka: Aktuální data vycházejí z oznámení společností. Očekávaná data vycházejí z oddělení Akciových Analýz CSFB. Pro společnost Slovak Telecom nejsou dostupná očekávaná data. Údaje British Telecom a Vodafone byly časově upraveny.

V rámci provozní výkonnosti si Český Telecom vedl dobře v porovnání s obdobnými společnostmi. V případě pevných linek, Český Telecom učinil významná zlepšení, aby se stal jedním z nejefektivnějších operátorů v tomto regionu, např. je to zřejmé z podílu linek na zaměstnance. Dále je nutné podotknout, že analýza tržního postavení východoevropských operátorů naznačuje silnou tržní pozici společnosti Eurotel na jednom z nejvíce penetrovaném východoevropském trhu.

Pevné linky na zaměstnance



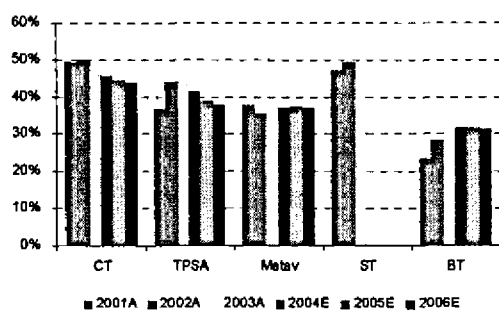
Podíl inkubentního operátora na mobilním trhu



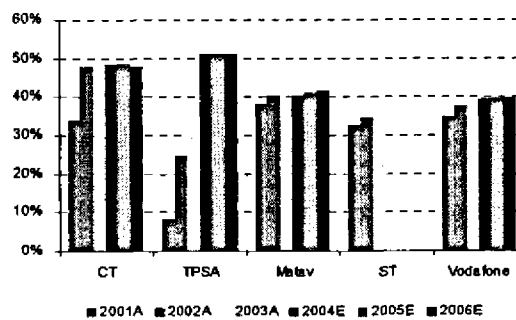
Poznámka: Aktuální data vycházejí z oznámení společností. Pro účely trhu Spojeného Království, MMO (jako oddělená společnost od BT) je považována jako inkubentní operátor avšak pouze pro ilustrativní účely.
Zdroj: Mobile Communications, 11. května 2004 a 28. září 2004.

Analýza EBITDA marže u pevných a mobilních linek indikuje obdobný výsledek u Českého Telecomu a Eurotelu a ukazuje na relativně vysokou ziskovost.

EBITDA marže – provoz pevných linek



EBITDA marže – mobilní provoz



Poznámka: Aktuální data vycházejí z oznámení společností. Očekávaná data vycházejí z oddělení Akciových Analýz CSFB. Pro společnost Slovak Telecom nejsou dostupná očekávaná data.

4 Důvody neúspěchu předcházející privatizace

V rámci Poradci vypracovaných materiálů byly identifikovány následující důvody neúspěchu předcházejícího pokusu o privatizaci 51,1% podílu ve Společnosti. Vypracovaný přehled vychází z analýzy situace na trhu akciového kapitálu obecně a v segmentu telekomunikací konkrétně v době, kdy tento privatizační proces probíhal, a dále také z údajů o samotné transakci a privatizaci získaných z veřejně dostupných zdrojů.

Faktory	Dopad na privatizaci
A. Stávající smlouva mezi akcionáři - TelSource a FNM	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Transakce se dvěma prodávajícími stranami. Akcionářská dohoda omezovala možnost kontroly odchodu druhého z významných akcionářů ➤ Akcionářská dohoda nahrazena dohodou o společném prodeji a dohodou o právu vzájemné účasti (tzv. tag-along). Tato dohoda se nicméně prokázala jako limitující z důvodu odstoupení společnosti TelSource z prodejního procesu, což limitovalo schopnost FNM prodat svůj akcionářský podíl ➤ Cílová úroveň kontroly 75 % pro zajištění efektivity kapitálové struktury zdůraznila význam účasti společnosti TelSource v tomto privatizačním procesu
B. Stávající smlouva mezi akcionáři - Český Telecom a Atlantic West B.V.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Souběžné jednání o odkupu podílů menšinových akcionářů (s právem veta) společnosti Eurotel vyvolalo nejistotu ohledně vymezení majetku ➤ Jednání v průběhu privatizačního procesu selhala, jelikož byla zpochybněna proveditelnost této transakce jako druhého kroku privatizačního procesu, čímž byla v podstatě zablokována cesta k získání kontroly
C. Situace na telekomunikačním trhu	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Omezená finanční pružnost západoevropských telekomunikačních operátorů v důsledku nadměrné míry zadluženosti vyplývající z provozních investic a / nebo dřívějších rozsáhlých akvizic financovaných z vnějších zdrojů ➤ Obtížné tržní podmínky a bankrot značného počtu telekomunikačních operátorů (Northpoint, KPNQwest, Global Crossing, Worldcom, Williams Communications) ➤ Snížené úrovně ocenění na veřejných trzích akciového kapitálu ➤ Náročné podmínky pro získání financování na veřejných trzích dluhového kapitálu
D. Nejistoty v oblasti regulace	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Očekávané posílení liberalizačních opatření na českém telekomunikačním trhu, jehož předpokládaným důsledkem v té době mohlo být zostření konkurence pro Český Telecom ➤ Značný stupeň nejistoty o budoucí regulaci komplikoval odhad budoucích provozních výkonů Společnosti ➤ Nejistoty v souvislosti s převodem licencí na kupující entity
E. Finanční výsledky Společnosti	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zhoršující se provozní a finanční výsledky oznámené Společností v průběhu privatizačního procesu
F. Struktura procesu / akvizice	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Omezený konkurenční tlak ➤ Náročná struktura akvizice vyplývající z toho, že poskytovatelé finančních prostředků požadovali faktickou kontrolu nad peněžními toky generovanými získaným majetkem ➤ Naprosté vyloučení možnosti podmínit nabídku dosažením funkční struktury akvizice ➤ Nevýhodné post-transakční závazky

V následující tabulce je uveden přehled důvodů neúspěchu předchozí privatizace z hlediska jejich vlivu na současnou situaci.

Faktory	Předchozí proces	Současný proces	Poznámky
A. Stávající smlouva mezi akcionáři - TelSource a FNM	X	✓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Po úspěšném odchodu společnosti TelSource zde není menšinový akcionář, který by mohl proces blokovat
B. Stávající smlouva mezi akcionáři - Český Telecom a Atlantic West B.V.	X	✓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Po akvizici menšinového podílu ve společnosti Eurotel je majetek Společnosti jasně vymezen
C. Situace na telekomunikačním trhu	X	✓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ V současné době není na trhu konkurenční nabídka prodeje obdobné společnosti ➤ Evropské telekomunikační operátory se těší zlepšené struktuře rozvahy a potenciálně zvýšené pružnosti v oblasti dluhového financování ➤ Hodnota telekomunikačních operátorů na kapitálových trzích se po předchozím poklesu zotavila ➤ Objem zdrojů, které jsou financující instituce schopny poskytnout na akvizici, zůstává i nadále značný ➤ V roce 2005 se v telekomunikačním prostředí obecně očekává, že vývoj bude odvozen od makroekonomického vývoje, pokračující liberalizace, zvýšené aktivity fúzí a akvizic a vývoje technologií
D. Nejistoty v oblasti regulace	X	X	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Liberalizace je téměř dokončena ➤ Řada regulatorních otázek byla od okamžiku neúspěchu minulé privatizace vyřešena, nicméně vzhledem k očekávaným změnám regulatorního rámce, je pravděpodobné, že některá tato rozhodnutí mohou být přehodnocena což bude vytvářet nejistotu pro budoucnost společnosti Český Telecom ➤ Nejistoty obsahuje zejména připravovaná novelizace zákona o elektronických komunikacích, jejíž účinnost se očekává v průběhu roku 2005, a to zejména v ohledech konkrétních regulatorních mechanismů a rozhodnutí týkajících se mimo jiné deficitu přístupové sítě, internetu, propojovacích poplatků, cen ULL, možnosti implementace MVNO (mobilní virtuální sítě), atd.
E. Finanční výsledky Společnosti	X	✓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zlepšení cashflow v návaznosti na kapitálové výdaje a optimalizaci nákladů
F. Struktura procesu / akvizice	X	X	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Potenciální problémy se strukturou z hlediska dluhového financování akvizice (LBO) zůstávají stejné i u současné privatizace ➤ Povinnost učinit nabídku na odkup akcií ostatním akcionářům, která neplatila v minulém privatizačním procesu

5 Přehled vybraných privatizačních transakcí v sektoru telekomunikací v Evropě za posledních 10 let

Vedle analýzy jednotlivých transakcí, včetně načasování, typu (ECM – prodej akcií na kapitálových trzích vs. M&A – prodej formou jedné transakce jednomu či konsorciu investorů) a velikosti, byly jednotlivé případy privatizací doplněny komentáři za účelem vysvětlení jednotlivých faktorů těchto privatizací a také klíčových charakteristik společností a specifických faktorů, které měly vliv na danou privatizaci. Popis jednotlivých transakcí je spolu s komentářem uveden v tabulkách níže. Jednotlivé privatizační transakce jsou seřazeny v abecedním pořadí dle jména předmětné telekomunikační společnosti.

Společnost	Typ	Kupující	Popis	Komentář
Belgacom (Belgie)	M&A	SBC, TDC, Singtel	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 50% podílu společnostmi SBC, TDC a Singtel za €1,8 mld. v březnu 1996 ➤ Následné IPO: 2004, 38%, €3,5 mld., 17% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 52% a dle zákona je povinna vlastnit 51% ➤ IPO napomohlo strategickému akcionáři při výstupu ze společnosti nastavit ji jako společnost tvořící cash-flow a jako konzervativně zadluženého operátora ➤ Akcie jsou výše o 3% od IPO v březnu 2004
BT Group (Velká Británie)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1984, 50,2%, €5,5 mld. ➤ Následné nabídky akcií: 1991, 18,7%, €7,6 mld., 66% retail ➤ 1993, 21,1%, €7,6 mld., 56% retail ➤ 2000, 0,1%, €165 mil., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizována od roku 2000 ➤ První významná privatizace v telekomunikacích v Evropě ➤ Použití struktur částečného zaplacení ➤ Provozní výkonost tažená zejména agresivním regulačním prostředím
BTC (Bulharsko)	M&A	Finanční investor	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 65% podílu za €280 mil. v únoru 2004 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 35% ➤ Požadavek na investora investovat €700 mil. během příštích 3-5 let ➤ Dopad transakce na provozní výkonost není v současné době možné hodnotit
Croatia Telecom (Chorvatsko)	M&A	Deutsche Telekom	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 100% podíl vlastněný vládou do října roku 1999 ➤ Akvizice 35% podílu za €759 mil. v říjnu 1999 ➤ Akvizice dodatečných 16% za €500 mil. v říjnu 2001 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 49% ➤ Vnímáno jako úspěšné technologické partnerství ➤ DT údajně prozkoumává možnost dalšího zvýšení svého podílu
Deutsche Telekom (Německo)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1996, 34%, €10 mld., 43% retail ➤ Následné nabídky akcií: 2000, 7%, €15 mld., 70% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda drží 43% ➤ Následná privatizační transakce realizována během telekomunikačního "boomu" ➤ 3-5 letá provozní výkonost a výkonost akcií byla vedena zejména načasováním do okamžiku telekomunikačního "boomu" ➤ Těsně unikl záchrannému přeřinancování či prodeji mobilního operátora v roce 2003

Společnost	Typ	Kupující	Popis	Komentář
Eircom (Irsko)	M&AE CM	Finanční investor	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 35% podílu společností KPN / Telia za €1,9 mld. v roce 1996 ➤ 15% vydáno zaměstnancům v rozličných tranších ➤ IPO: vláda prodává 50% podíl za €3,6 mld. v roce 1999, 55% retail ➤ Akvizice společností Valentia v listopadu 2001 za €3,2 mld. ➤ Následné IPO: 2004, 70,0%, €809 mil., 11% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizována od roku 1999 ➤ Valentia využila nízkého ocenění telekomunikací a neefektivní provozní činnost k tomu, aby ji získala do privátního vlastnictví ➤ Finanční investor zavedl disciplínu ve vztahu k provozním nákladům a investicím s cílem zvýšení tvorby cash-flow a přípravy na IPO ➤ Akcie v současnosti níže o 5% od IPO v březnu 2004
France Telecom (Francie)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1997, 22,5%, €6,3 mld., 41% retail ➤ Následné nabídky akcií: 1998, 9,2%, €5,5 mld., 54% retail 2004, 10,9%, €5,1 mld., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda drží 53,1% ➤ Významná emise nových akcií v roce 2003 s cílem zamezení finanční tísně po propadu trhu po roce 2000
KPN (Holandsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1994, 30%, €3,1 mld., retail N.A. ➤ Následné nabídky akcií: 1995, 24,9%, €2,9 mld. 2003, 12,0%, €2 mld., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 19,3% ➤ Emise akcií s vysokým diskontem v roce 2002 s cílem zamezení finanční tísně
Matav (Maďarsko)	M&A ECM	Deutsche Telekom / SBC	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 30% podílu společností Deutsche Telekom / Ameritech za €1,0 mld. v prosinci 1993 ➤ Akvizice dodatečných 37% opět společností Deutsche Telekom / Ameritech za €1,0 mld. v prosinci 1995 ➤ Následné IPO: 1997, 26%, €1,2 mld., 22% retail ➤ Následná nabídka akcií: 1999, 5,8%, €290 mil., 5% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizovaná od roku 2000 – vláda vlastní 1 zlatou akcií ➤ DT se údajně zajímá o možnost výkupu minoritních podílů ➤ Provozně zaměřená na obranu tržního podílu a zlepšení tvorby cash-flow v návaznosti na liberalizaci trhu ➤ V současnosti vyhledává možnosti expanze ve formě akvizic ve východní Evropě ➤ DT významně investovala do rozvoje společnosti Matav jako svého klíčového prvku v rámci CEE strategie
OTE (Recko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO 1996, 8,0%, €390 mil., 50% retail ➤ Následné nabídky akcií: 1997, 11,2%, €942 mil., 50% retail 1998, 3,3%, €411 mil., 0% retail 1998, 10,0%, €940 mil., 30% retail 1999, 15,0%, €1,3 mld., 26% retail 2002, 8,0%, €665 mil., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 37,7% ➤ Případná ECM nebo M&A transakce prodeje vládního podílu s tím, že má vláda údajně preferenci v prodeji strategickému investorovi ➤ Konzervativní kapitálová struktura, omezený růst, neefektivní nákladová základna ➤ 2 emise směnitelných dluhopisů na 3,0% a 10,6% (první emise směnitelných dluhopisů nebyla v červenci 2004 konvertována)
Portugal Telecom (Portugalsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO 1995, 28,3%, €723 mil., 53% retail ➤ Následné nabídky akcií: 1996, 22,0%, €746 mil., 31% retail 1997, 26,3%, €1,4 mld. 1999, 29,9%, €1,7 mld., 33% retail 2000, 11,0%, €2,2 mld., 59% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizována od roku 2000 ➤ Konzervativní kapitálová struktura ➤ Vysoká tvorba cash-flow ➤ Růst tažený Latinskou Amerikou

Společnost	Typ	Kupující	Popis	Komentář
Romtelecom (Rumunsko)	M&A	OTE	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 35% podílu za €796 mil. v prosinci 1998 ➤ Akvizice dalších 19% za €260 mil. v lednu 2003 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 46% ➤ Probíhající zápas o mobilní trh ➤ Po zvažovaném exitu společnosti OTE je v současnosti OTE odhodlána k zásadnímu zlepšení provozu společnosti
Slovak Telecom (Slovensko)	M&A	Deutsche Telekom	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 51% podílu společnosti Deutsche Telekom za €1,01 mld. v červenci 2000 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 49% ➤ DT se údajně zajímá o další zvýšení svého podílu
Swisscom (Švýcarsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1998, 38,4%, €5,3 mld., 30% retail ➤ Následné nabídky akcií: žádné 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 62,7% ➤ Potenciální fúze / akvizice vládního podílu ve společnosti Telekom Austria přerušena v srpnu 2004 ➤ Nízký růstový profil ➤ Konzervativní kapitálová struktura ➤ Směnitelné dluhopisy CHF 1,5 mld. a CHF 1,2 mld. vydány v letech 2003, 2004
TDC (Dánsko)	M&A ECM	SBC	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1994, 49,0%, €2,6 mld., 20% retail ➤ Akvizice 34% podílu společnosti SBC za €2,6 mld. v lednu 1998 ➤ Zpětný odkup 17% podílu za €1,2 mld. v lednu 1998 ➤ Následná nabídka akcií v objemu 24% podílu společnosti SBC za €1,8 mld. v červnu 2004 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizovaná od roku 1998 ➤ SBC usluje o celkový "exit" ➤ Potřeba racionalizace svých minoritních podílů v aktivech, která nejsou klíčová ➤ Poslední prodej 24% podílu společnosti SBC byl kombinovaný se zpětným odkupem 8% společnosti TDC
Telecom Italia (Itálie)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 1997, 44,7%, €9,6 mld., 84% retail ➤ Následné nabídky akcií: 2002, 3,5%, €1,4 mld., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Zcela zprivatizována od roku 2002 (avšak efektivně již od roku 1997) ➤ Převzetí firmou Olivetti po zhroutilu ceny akcií v roce 1999 ➤ Nízké zadlužení
Telefonica (Španělsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Následné nabídky akcií: 1987, 6,5%, €320 mil., US listing 1995, 10,7%, €980 mil., 38% retail 1997, 20,4%, €3,8 mld., 54% retail 1999, 0,3%, €123 mil., 0% retail 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Plně zprivatizována od roku 1999 ➤ Telekomunikační operátor, který má nejbližší k významným mezinárodním M&A transakcím ➤ Nízké zadlužení ➤ Významná expozice na rozvíjejících se trzích
Telekom Austria (Rakousko)	M&A ECM	Telecom Italia	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Akvizice 30% podílu společnosti Telecom Italia za €1,9 mld. v říjnu 1998 ➤ Následné IPO 2000, 22%, €988 mil., 30% retail ➤ TI prodává 15% podíl za €558 mil. v listopadu 2002 a dalších 15% za €780 mil. v lednu 2004 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 47% ➤ Potenciální fúze / prodej vládního podílu společnosti Swisscom zrušen v srpnu 2004 ➤ Konzervativní kapitálová struktura ➤ Významné investice do mobilních operátorů ve střední a východní Evropě zajišťují růst
Telenor (Norsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO: 2000, 22,7%, €1,8 mld., 7,5% retail ➤ Následné nabídky akcií: 2003, 13,9%, €891 mil., retail omezený 2004, 9,4%, €975 mil., retail omezený 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 54% ➤ Zahraniční zájmy v současnosti koncentrovány na oblast Skandinávie, východní Evropy a Ruska

Společnost	Typ	Kupující	Popis	Komentář
Telia Sonera (Švédsko / Finsko)	ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO společnosti Sonera: 1998, 21,9%, €1,2 mld., 25% retail ➤ IPO společnosti Telia: 31,0%, €9,0 mld., 2000, 24% retail ➤ Akvizice společnosti Sonera za €7,4 mld. a fúze se společností Telia v srpnu 2002 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Švédská a Finská vláda vlastní 45% resp. 19% ➤ Konzervativní kapitálová struktura ➤ Omezený růst ➤ Portfolio aktiv v rozvinutých trzích
TPSA (Polsko)	M&A ECM	France Telecom	<ul style="list-style-type: none"> ➤ IPO 1998, 15%, €776 mil., 26% retail ➤ Následné nabídky akcií 2003, 8%, €350 mil., 0% retail ➤ Současný převod akcií na státem vlastněný podnik a následný prodej těchto akcií na trhu ➤ Akvizice 35% podílu společností France Telecom za €4,5 mld. v říjnu 2000 ➤ Akvizice dodatečných 12% společností France Telecom za €950 mil. v září 2001 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda vlastní 4% ➤ France Telecom je vnímán jako dlouhodobý konsolidátor ➤ Provoz společnosti zaměřený na obranu tržního podílu a zlepšení tvorby cash-flow na liberalizovaném trhu
Turk Telecom (Turecko)	M&A ECM	Informace není dostupná	<ul style="list-style-type: none"> ➤ V současné době probíhá privatizace ➤ S největší pravděpodobností bude společnost prodána strategickému investorovi při současném IPO minoritního podílu 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vláda v současnosti vlastní 100% ➤ Společnost vyžaduje významnou restrukturalizaci a reformu ➤ Ocenění společnosti dosahuje přibližně €6,0 mld.

V průběhu roku 2004 do současnosti vlády evropských států realizovaly prostřednictvím kapitálových trhů privatizační transakce v objemu € 10,6 mld., přičemž přibližně € 6,1 mld. bylo realizováno v rámci telekomunikačního sektoru (prodej 10,9% ve společnosti France Telecom přispěl do tohoto ukazatele objemem € 5,1 mld.).

6 Analýza možností privatizační strategie

Poradce v rámci zpráv o analýze možných způsobů dokončení privatizace Společnosti a návrhu strategie, organizace, struktury a časového harmonogramu privatizace Společnosti identifikoval tři možné alternativní formy privatizace. Těmito třemi alternativami jsou:

1. prodej celého Podílu ve společnosti Český Telecom jednomu zájemci nebo konsorciu zájemců formou dvoukolového veřejného výběrového řízení (tzv. strategie transakce „M&A“³),
2. prodej akcií na kapitálových trzích (tzv. strategie transakce „ECM“⁴) a
3. tzv. duální proces spočívající ve volbě varianty strategie transakce M&A, jejíž součástí však bude možnost přechodu ke strategii prodeje na kapitálových trzích, pokud nebude možné dospět k uspokojivému řešení při prodeji formou M&A.

6.1 Prodej formou transakce M&A

Popis procesu transakce M&A

Prodej formou transakce M&A spočívá v prodeji celého Podílu ve společnosti Český Telecom jednou transakcí jednomu nabyvateli, případně konsorciu nabyvatelů. V rámci strategie prodeje transakcí M&A Poradci předběžně navrhují prodej Podílu realizovat jako dvoukolové veřejné výběrové řízení.

³ Mergers and Acquisitions – fúze a akvizice

⁴ Equity Capital Market Transaction – transakce na kapitálových trzích

Rozhodování vlády ČR při klíčových milnících transakce M&A

Při strategii prodeje formou transakce M&A Poradce společně s FNM předpokládá, že vláda ČR bude během prodejního procesu třikrát (čtyřikrát pokud by vláda ČR rozhodovala o kritériích pro účast v soutěži a kritériích pro hodnocení nabídek v jiný okamžik než při rozhodování o strategii privatizace) rozhodovat o postupných krocích transakce. Jedná se o následující kroky:

1. rozhodnutí o strategii privatizace Podílu a kritériích pro účast v soutěži; (očekávaný termín – první polovina listopadu roku 2004)
2. rozhodnutí o výběru zájemců pro účast ve druhém kole soutěže na prodej Podílu a vytvoření tzv. short-list; (očekávaný termín – druhá polovina ledna roku 2005)
3. rozhodnutí o výběru vítězné nabídky a podmínkách prodeje Podílu. (očekávaný termín – druhá polovina měsíce března roku 2005)

Přehled kroků při transakci M&A vyžadující souhlas vlády ČR, Řídícího výboru nebo FNM

Číslo	Krok	Časový okamžik	Zodpovědný orgán
1.	Návrh strategie privatizace	[listopad 2004]	FNM
2.	Odsouhlasení strategie	[listopad 2004]	Meziresortní komise
3.	Rozhodnutí o strategii	[listopad 2004]	Vláda ČR
4.	[Návrh kritérií pro účast v soutěži a kritérií hodnocení nabídek]	[listopad 2004]	FNM
5.	[Odsouhlasení kritérií pro účast v soutěži a kritérií hodnocení nabídek]	[listopad 2004]	Meziresortní komise
6.	[Rozhodnutí o kritériích pro účast v soutěži a kritérií hodnocení nabídek]	[listopad 2004]	Vláda ČR
7.	Odsouhlasení textu inzerátu	[listopad 2004]	FNM
8.	Návrh účastníků pro účast v soutěži	[listopad 2004]	FNM
9.	Odsouhlasení účastníků pro účast v soutěži	[listopad 2004]	Meziresortní komise
10.	Odsouhlasení Informačního memoranda a transakční dokumentace	[listopad 2004]	FNM
11.	Návrh účastníků pro účast v druhém kole	[leden 2005]	FNM
12.	Odsouhlasení účastníků pro účast v druhém kole	[leden 2005]	Meziresortní komise
13.	Rozhodnutí o účastnících pro účast v druhém kole	[leden 2005]	Vláda ČR
14.	Návrh vítěze soutěže	[březen 2005]	FNM
15.	Odsouhlasení vítěze soutěže	[březen 2005]	Meziresortní komise
16.	Rozhodnutí o vítězi soutěže	[březen 2005]	Vláda ČR

Poznámka: Časové údaje uvedené ve sloupci Časový okamžik jsou pouze orientační a odpovídají navrženému časovému harmonogramu pro daný typ transakce.

Výhody prodeje transakcí M&A

- Přehledná struktura transakce a relativně jednoduchý proces, který může být efektivně řízen Ministerstvem financí ČR resp. FNM
- Možnost získání prémie za kontrolu; tato možnost je daná zejména stupněm konkurence mezi zájemci, kteří se budou transakce M&A účastnit a jejich profilem
- Podíl může být vládou ČR prodán jednou transakcí
- Využití zájmu jak investorů telekomunikačních operátorů, tak finančních investorů
- Zajištění vysoké transparentnosti spočívající zejména ve volbě předem jasně definovaných a dobře měřitelných kritérií pro rozhodování v určitých fázích transakce, které budou zaměřeny na maximalizaci výnosu
- Poskytnutí platformy pro strukturální zlepšení spočívající v případném snadnějším budoucím oddělení služeb fixního operátora a služeb mobilního operátora kupujícím
- Strategii transakce M&A lze kombinovat se strategií transakce ECM – „duální“ strategie, pro zachování maximální pružnosti pro FNM
- Flexibilita v rychlosti transakce
- Snižená závislost na situaci na kapitálových trzích, neboť transakce M&A je méně ovlivněna krátkodobými pohyby v návaznosti na převládající sentiment na kapitálových trzích v porovnání s transakcí ECM

Nevýhody prodeje transakcí M&A

- Povinná nabídka odkupu akcií minoritních akcionářů vytváří jistou míru nejistoty pro potenciální investory, zejména ve vztahu k finální akcionářské struktuře a potřebné úrovni prémie
- Může být nutné, aby nabyvatel dosáhl určité hranice podílu nad 51%, míra prémie nabídnutá těmito zájemci pak bude pravděpodobně spolu-závislá na možnostech strukturování transakce
- Přesná úroveň zájmu operátorů stále není zřejmá, neboť přestože někteří operátoři vyjádřili jasný zájem, jejich konečný závazek vůči transakci je momentálně nejasný; někteří zájemci mohou mít zájem pouze o část Společnosti (fixní / mobilní)
- Finanční investoři bývají citliví na cenu, požadují vysokou návratnost

- > Stažení klíčové emise z lokálního kapitálového trhu závisící na výsledku povinné nabídky. Snížení počtu kvalitních titulů na Burze cenných papírů Praha významným způsobem sníží celkovou likviditu pražského kapitálového trhu a ovlivní účast mezinárodních institucionálních investorů na akciovém trhu. Český Telecom reprezentuje přibližně 12,3% tržní kapitalizace Burzy cenných papírů Praha a přibližně 19%⁵ průměrných denních obchodních objemů, což podtrhuje postavení akcií společnosti Český Telecom jako jedné z nejvýznamnějších a nejobchodovanějších akcií na Burze cenných papírů Praha
- > Investoři typicky vyžadují prohlášení a záruky od FNM, včetně závazku odškodnění, přičemž rozsah prohlášení a záruk by měl být odvislý na vyjednávání s vítězným zájemcem.
- > Časový harmonogram vypořádání a uzavření transakce může být prodloužen v důsledku regulatorních a antimonopolních aspektů

Další aspekty

Prémie za kontrolu nad Společností

Dle definice Poradců je prémie za kontrolu obvykle definována jako potenciální prémie, kterou jsou soukromí investoři (finanční či operátoři) ochotni zaplatit za získání kontroly nad Společností a je porovnávána s hodnotou menšinového podílu, přičemž se zpravidla vychází z momentální hodnoty dané neovlivňované společností na burze. Uchazeči z telekomunikačního oboru mohou být ochotni takovou prémie zaplatit, pokud budou moci očekávat, že se akvizicí vytvoří značné synergie (např. v oblasti nákladů, výnosů a řízení). Finanční investoři mohou být schopni zaplatit prémie díky tomu, že využití dluhového financování sníží jejich průměrné náklady na pořízení kapitálu, či může existovat potenciál pro zefektivnění činnosti společnosti (např. snížením nákladů, jmenováním nového vedení, nové strategie, atd.), ale také mohou mít větší či menší očekávání v souvislosti s případným odchodem z dané společnosti.

Klíčovým prvkem prémie za kontrolu je ovšem cena akcií použitá jako referenční hodnota pro její výpočet. Často se stává, že ve dnech či týdnech předcházejících oznámení transakce dochází k výraznému zvýšení ceny akcií dané společnosti v důsledku spekulací o tom, že se taková transakce uskuteční, takže při jejím oznámení nemusí prodejní cena být prémiovou v porovnání s momentální cenou na trhu. Z tohoto důvodu se jako referenční obvykle používá tržní cena z období před začátkem spekulací trhu (tradičně to bývá cena 1 měsíc nebo 3 měsíce před oznámením transakce).

Dle analýzy vypracované Poradci na základě historických údajů vyplývá, že prémie za kontrolu je zpravidla příznávána u transakcí na veřejných trzích, přičemž průměrná hodnota prémie na hlavních evropských trzích se v posledních letech

⁵ Ukazatel bere v úvahu i objemy obchodů realizovaných mimo Burzu cenných papírů Praha, přičemž data vycházejí ze sledovaného období 3Q 2004. Zdroj: BCCP, Datastream.

pohybovala v rozsahu 13% - 31%. To platí dokonce i v zemích, kde místní právní předpisy o odkupech ukládají povinnost učinit nabídku odkupu podílů menšinových akcionářů za podmínek obdobných (či v zásadě obdobných) podmínkám nabídnutým ovládajícím akcionářům. To se vztahuje jak na finanční investory, tak na investory z oboru.

Nehledě na to, co bylo uvedeno výše, v každém jednotlivém případě, jako je tomu nyní u společnosti Český Telecom, může mít odhad dosažitelné prémie za kontrolu před získáním prvních výsledků a informací o procesu M&A jen omezenou hodnotu. Avšak údaje uvedené výše mohou vládě ČR poskytnout určitý náznak toho, že při prodeji typu M&A může být dosažitelná určitá prémiová cena oproti prodeji na kapitálových trzích.

Potenciální investoři při prodeji typu M&A

Mezi potenciálními investory, kteří mohou projevit zájem, budou samostatní operátoři z oboru telekomunikací, skupiny finančních investorů (s ohledem na rozsah této transakce nebudou finanční investoři nejspíše jednat samostatně) a konsorcia skládající se z finančních investorů i telekomunikačních operátorů.

V návaznosti na pověření FNM Poradci obdrželi formální i neformální reakce od významného počtu investorů. Shrnutí těchto reakcí je uvedeno v kapitole 8 tohoto dokumentu.

Z pohledu jak finančních investorů, tak telekomunikačních operátorů (a smíšených konsorcií) existuje řada aspektů, které budou mít vliv na jejich rozhodování ohledně účasti v této transakci typu M&A. Poradci v rámci jejich analýzy uvádějí následující aspekty:

1. Investice do Společnosti nabízí jedinečnou příležitost získat inkumbentního operátora s vedoucím postavením na trhu v evropské zemi s rozvinutou ekonomikou; vzhledem k nedávnému vstupu České republiky do EU a k budoucímu přechodu na Euro, poskytne tato investice operátorům příležitost rozšířit svůj záběr mimo západní Evropu a umožní finančním investorům použít značné prostředky pro investici s relativně malým rizikem;
2. Řada operátorů disponuje značnými objemy volných peněžních prostředků použitelných pro financování akvizice Společnosti. Poptávka telekomunikačních operátorů však může být ovlivněna různými prioritami v oblasti strategie (např. zaměření na určitá teritoria, zájem pouze o pevné linky či mobilní telekomunikace, záměr vyplatit peníze akcionářům, atd.), omezeným prostorem pro růst činnosti Společnosti a/nebo finančním omezením na straně některých operátorů;
3. Finanční investoři se o společnost Český Telecom zajímají už delší dobu od předchozího privatizačního procesu a předpokládá se, že projeví výrazný zájem s ohledem na značnou schopnost Společnosti generovat cashflow, na její vedoucí postavení na trhu a velmi uznávaný tým manažerů;

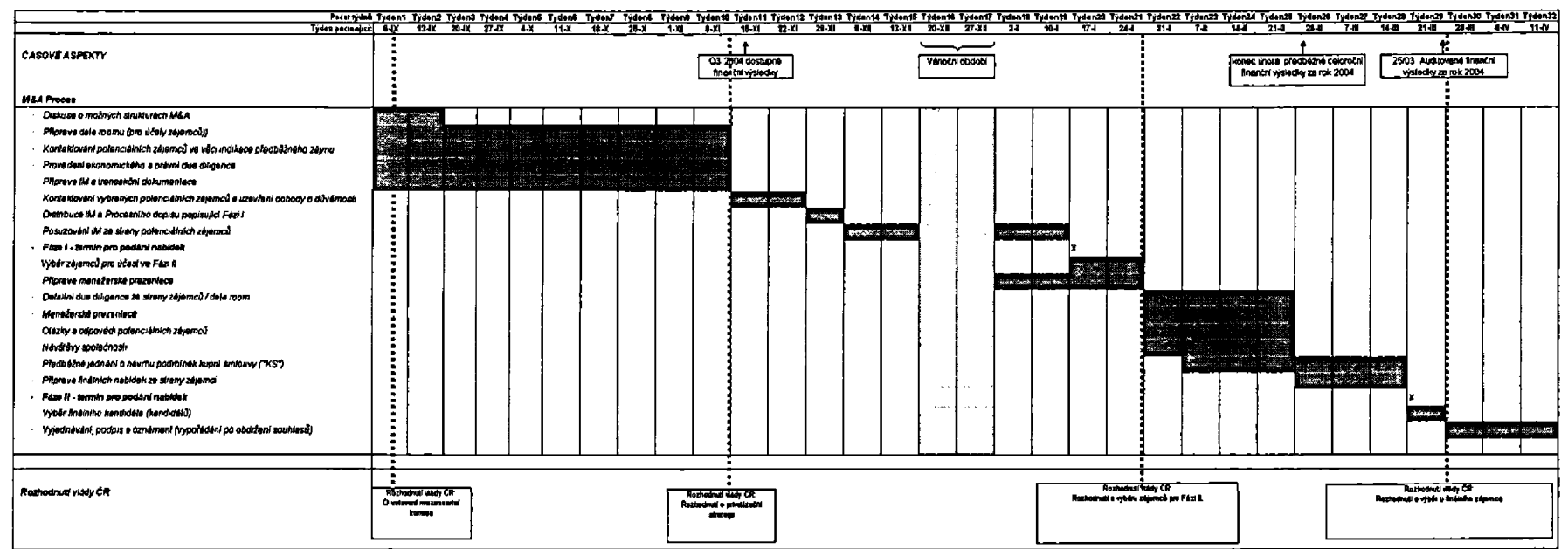
4. Současně však může být zájem investorů, jak finančních tak i operátorů, omezen určitými obavami ohledně struktury (jak bylo uvedeno ve zprávě CSFB 1.3(a)). Vzhledem k tomu, že se jedná jen o 51 % akcií, investoři nemusí být schopni dosáhnout žádané úrovně kontroly. Například vlastnictví podílu 51 % nemusí stačit k realizaci některých restrukturalizačních a reorganizačních opatření ve Společnosti; konkrétně se jedná o to, že finanční investoři nemusí být schopni snížit (nebo zcela snížit) na úroveň provozní společnosti úvěr použitý na financování této akvizice, což by mohlo mít za důsledek snížení dluhového financování, které bude možné získat, a případně některé daňové nevýhody. To by mohlo mít dopad na cenu, kterou budou připraveni nabídnout. I když povinná nabídka odkupu, která se bude muset uskutečnit v návaznosti na prodej státního podílu, bude příležitostí pro získání většího podílu na hlasovacích právech, úspěch této nabídky bude záviset na tom, jak ji menšinová akcionáři přijmou, což však není možné předem přesně odhadnout.

Tyto důvody mohou mít vliv na podstatu a hodnotu poptávky v rámci M&A transakce od těch investorů, kteří mají zájem o nákup více než 51% ve Společnosti. Na základě předběžné zpětné vazby od investorů a v souladu s očekáváním Poradců, tyto investoři budou pravděpodobně zahrnovat z významné části (ale ne nutně všechny) finanční investory, a potenciálně operátory pracující s finančními investory v závislosti na formě jejich spolupráce. Například, jistí investoři mohou mít zájem dosáhnout 75% hranice vlastnictví za účelem získání kontroly nad korporátními činnostmi, zatímco jiní mohou mít zájem o získání 90% hranice za účelem vytlačení minoritních akcionářů.

Tito investoři mohou mít zájem učinit nabídku vládě ČR v rámci M&A transakce, která bude podmíněna jejich schopností nakoupit dostatečný počet dalších akcií od minoritních akcionářů v rámci následující nebo současné nabídky převzetí za účelem získání jejich požadované hranice vlastnictví. Alternativně, nemusí požadovat tuto podmínku v rámci jejich nabídky vládě ČR, ale mohou raději akceptovat riziko výsledku takového výběrového řízení s možným vlivem na cenu, kterou jsou ochotni zaplatit vládě ČR.

V případě, že hlavním cílem vlády ČR je eliminování určitých transakčních rizik ve světle dokončení transakce M&A, může se vláda ČR rozhodnout neakceptovat žádné nabídky za její akciový podíl, které budou podmíněny získáním vlastnického podílu vyššího než 51% v návaznosti na následnou (nebo současnou) nabídku převzetí 49% podílu od minoritních akcionářů z důvodu, že výsledek takovéto nabídky převzetí nemůže být předpovězen s jistotou. **V tomto kontextu může být vhodným řešením pro vládu ČR předem komunikovat její stanovisko potenciálním zájemcům co možná nejdříve. Jakékoliv oznámení by mohlo být učiněno například před podáním předběžných nabídek a případně by mohlo být zahrnuto do rozhodnutí vlády ČR v polovině listopadu. Tento přístup může znamenat odstoupení řady zájemců z privatizačního procesu a může potenciálně učinit dokončení prodej formou M&A složitější. Bude ale vhodné aby vláda ČR věděla tuto záležitost co nejdříve.**

Orientační časový harmonogram transakce M&A



6.2 Prodej na kapitálových trzích

Popis procesu transakce ECM

Prodej formou transakce ECM spočívá v prodeji Podílu ve společnosti Český Telecom jednou nebo několika transakcemi na veřejných kapitálových trzích mnoha investorům.

Rozhodování vlády ČR při klíčových milnících transakce ECM

Při strategii prodeje formou transakce ECM Poradce společně s FNM předpokládá, že vláda ČR bude během prodejního procesu dvakrát rozhodovat o postupných krocích transakce. Jedná se o:

1. rozhodnutí o strategii privatizace Podílu transakcí ECM (Očekávaný termín – první polovina listopadu roku 2004);
2. rozhodnutí o termínu pro zahájení nabídky akcií a indikativním cenovém rozpětí. (Očekávaný termín – druhá polovina ledna roku 2005)

Přehled kroků při transakci ECM vyžadující souhlas vlády ČR, Řídicího výboru nebo FNM

G	Krok	Časový okamžik	Zodpovědný orgán
1.	Návrh strategie privatizace	[listopad 2004]	FNM
2.	Odsouhlasení strategie privatizace	[listopad 2004]	Meziresortní komise
3.	Rozhodnutí o strategii privatizace	[listopad 2004]	Vláda ČR
4.	Návrh termínu pro zahájení nabídky a indikativního cenového rozpětí	[březen 2005]	FNM
5.	Odsouhlasení termínu pro zahájení nabídky a indikativního cenového rozpětí	[březen 2005]	Meziresortní komise
6.	Rozhodnutí o termínu pro zahájení nabídky a indikativním cenovém rozpětí	[březen 2005]	Vláda ČR
7.	Souhlas s cenovými podmínkami prodeje	[duben 2005]	[Vláda ČR]

Poznámka: Časové údaje uvedené ve sloupci Časový okamžik jsou pouze orientační a odpovídají navrženému časovému harmonogramu pro daný typ transakce.

Výhody prodeje transakcí ECM

- Nová akcionářská struktura ČTc jako opravdu veřejná společnost by byla politicky přímočará
- Zužitkování zlepšené likvidity a pozitivního vývoje ceny akcií ČTc, neboť prodej podílu TelSource v prosinci 2003 a transakce KPN v červnu změnil profil společnosti v očích mezinárodního kapitálového trhu a zlepšil její likviditu
- Další posílení českého kapitálového trhu spočívající ve zlepšení likvidity českého kapitálového trhu a potenciálním rozšíření okruhu mezinárodních investorů v ČR
- Maximální transparentnost vycházející z jednoznačně transparentního procesu tvorby nabídkové knihy
- Pružnost při začlenění strukturálních zlepšení za účelem řešení limitované kapacity trhu
- Pružnost při postupném prodeji za účelem řešení nevyužití kapacity trhu

Nevýhody prodeje transakcí ECM

- Vystavení se tržním rizikům, neboť například tržní podmínky telekomunikačního sektoru v letech 2001-2003 by učinily transakci obdobného typu velmi náročnou
- Diskont k přetrvávající ceně vycházející z obvyklé tržní zkušenosti
- Omezená kapacita trhu; prodej Podílu v jedné transakci bez významného dopadu na cenu zůstává obtížným a vytváří potřebu pro postupný prodej, čímž vláda ČR bude vystavena tržním rizikům v průběhu delšího období
- Přetrvávající zájem investora typu M&A; tento zájem vytváří možnost politického rizika v případě, že by investor dále vyjadřoval svůj zájem o transakci, případně následná možnost pro investora typu M&A učinit nabídku za prémiovou cenu po privatizaci na kapitálovém trhu
- Společnost Český Telecom může být v důsledku skutečnosti, že 100% akcií je volně obchodováno na trhu, náchylná k převzetí ze strany jakéhokoli investora
- Limitovaná flexibilita v rychlosti transakce; v závislosti na parametrech nabídky a tržních podmínkách, které nejsou pod kompletní kontrolou vlády ČR
- Významné investice času do nabídky ze strany vedení; Schopnost společnosti podporovat přípravu prospektu tím, že poskytne prohlášení, záruky a odškodnění v dohodě o úpisu pro prospekt může být právně problematická, tak jak tomu bylo v případě transakce společnosti TelSource

Prodej na kapitálových trzích může být zrealizován následujícími alternativami: (i) plně tržně podporovaná nabídka založená na prospektu, podpořena investorskou roadshow manažerského týmu Českého Telecomu, nebo (ii) accelerated bookbuild (prodej akciového balíku) bez přípravy transakčních dokumentů bez marketingové podpory manažerského týmu Českého Telecomu. V případě plně tržně podporované nabídky by Český Telecom, podpořen svými právními poradci a zkušenostmi Poradců, vypracoval prospekt nebo obdobný dokument, který bude sloužit investorům pro účely jejich investičního rozhodnutí. V případě takovéto transakce by Český Telecom poskytl prohlášení a záruky a odškodnění bankám v rámci dohody o úpisu nebo obdobné dohody, která bude obsahovat následující: (a) úplnost a přesnost prospektu, (b) určitá data související s obchodními aktivitami Českého Telecomu a (c) specifická pravidla vycházející z amerického zákona o cenných papírech (U.S. Security law) v návaznosti na záměr prodeje akcií americkým institucionálním investorům. V rámci prodeje akcií Českého Telecomu společností TelSource v prosinci 2003 nebyly tyto prohlášení a záruky a odškodnění Českého Telecomu k dispozici a plně tržně podporovaná nabídka nebyla za těchto okolností možná. Prodej společností TelSource byl učiněn formou accelerated bookbuild, který nezahmoval prospekt a nebyl marketingově podporován manažerským týmem Českého Telecomu. Absence manažerského road show a prospektu nepříznivě ovlivní marketingové možnosti a tudíž i cenu. Při současném zachování stejných podmínek, je dosažená cena při alternativě accelerated bookbuild nižší než v případě plně tržně podporované nabídky.

Je proto naléhavé, aby v rámci velmi brzké fáze rozhodovacího procesu vlády ČR bylo rozhodnuto, zdali Český Telecom poskytne bankám běžné prohlášení a záruky a odškodnění v rámci dohody o úpisu nebo obdobné dohody. V případě, že toto nebude možné, prodej na kapitálových trzích bude muset být realizován formou accelerated bookbuild bez přípravy transakčních dokumentů s doprovázejícím negativním dopadem na realizovanou cenu.

Další aspekty

Kapacita trhu a tržní rizika

Podle názoru Poradců by byl prodej Podílu v jednom kroku nejspíše náročný, i přes zvýšenou likviditu akcií ČTC i v případě absenci silných tržních podmínek. Vláda ČR tak bude pravděpodobně muset zvažovat prodej části svého podílu v předběžné nabídce a zbytek podílu v následující nabídce s blokačním obdobím mezi oběma nabídkami v trvání nejméně 6 měsíců.

Velikost nabídky zvažované vládou ČR je podle Poradců třeba vidět také v relaci k dalším nabídkám z hlediska denních objemů obchodů a objemu akcií ve volném oběhu. Z obou hledisek je velikost Podílu značná.

Dle názoru Poradce lze nabídku úspěšně realizovat s ohledem na současné podmínky na trhu až do výše 30% titulu Český Telecom. Za příznivé situace na trhu by bylo možné uskutečnit i prodej většího objemu. Za současných či zhoršených podmínek na trzích však může prodej objemu nad 30% vést k výraznější slevě oproti momentálním tržním cenám.

Prodej v několika krocích jednoznačně vystavuje vládu ČR tržním rizikům při propadu trhu, ale také nabízí určité výhody v situaci posilování trhu (v případě, že by se akcie ČTc i nadále zhodnocovaly).

Diskont při transakci na kapitálovém trhu

S ohledem na analýzu vypracovanou Poradci je zřejmé, že sekundární nabídky akcií se nejčastěji uskutečňují za cenu sníženou oproti momentální tržní ceně. V případě evropských sekundárních nabídek o velikosti nad 300 mil. € uskutečněných od roku 2003 se zrychleným sestavením knihy poptávky (t.j. s omezeným nebo žádným marketingem) činilo průměrné snížení ceny oproti momentální tržní ceně v době oznámení transakce 5,0%. A obdobně, v případě evropských sekundárních nabídek o velikosti nad 200 mil. € uskutečněných od roku 2002 s prospektem a plnou marketingovou podporou činilo průměrné snížení ceny oproti momentální tržní ceně v době oznámení transakce 4,2%.

Akciový podíl, který bude nabídnut k prodeji (51% v případě alternativy jednorázového prodeje, nebo přibližně 31% v případě prvního kroku v rámci několikafázového procesu) v návaznosti na průměrnou velikost transakcí analyzovaných dále (16,3% free float pro akcelerovanou poptávku a 16,8% free float pro transakci, o které byli investoři plně informováni) může být aktuální diskont pro prodej na kapitálových trzích významně vyšší než historické průměry uvedené výše. V každém případě, finální diskont bude reflektovat tržní podmínky a zejména specifické faktory každého titulu. Takovýto diskont se může lišit od potenciální prémie dosažitelné v rámci transakci M&A tak, jak bylo diskutováno výše.

Další strategie, které by mohl vládě ČR umožnit překonat omezenou kapacitu trhu a uskutečnit odchod ze Společnosti v „jediném kroku“ (nebo téměř jediném kroku), zahrnují využití vyměnitelných dluhopisů za účelem vyplacení peněz akcionářům společnosti Český Telecom (snížení základního kapitálu, výplata dividend, zpětný odkup akcií). Tyto strategie však nejen podléhají určitým omezením – z daňových, právních a účetních hledisek, ale vyžadovaly by i těsnou koordinaci privatizační strategie vlády ČR s podnikovými finančními iniciativami Společnosti (např. při zpětném odkupu akcií společnosti Český Telecom). Z těchto důvodů by tyto strategie dodatečně komplikovaly proces privatizace ve srovnání s prostým prodejem majetkového podílu.

Ostatní aspekty identifikované Poradci

1. Je třeba poznamenat, že v případě, kdy by došlo k dalšímu prodeji akcií na kapitálových trzích ze strany vlády ČR, by bylo značně obtížné vyvolat zájem M&A investora o koupi zbytkového menšinového podílu v držení vlády ČR, a to dokonce i v případě, že by s tímto zbytkovým podílem byla spojena „blokační“ práva menšinového akcionáře. Apetit jiných telekomunikačních operátorů a/nebo finančních investorů stát se menšinovým akcionářem by byl nejspíše omezen vzhledem k tomu, že takováto minoritní pozice neumožňuje efektivní kontrolu nad cashflow či strategií společnosti. V současné době se telekomunikační operátoři v celosvětovém měřítku takových pozic ve společnostech jiných operátorů spíše zbavují, místo aby si je kupovali.
2. Pokud by se vláda ČR rozhodla zvolit strategii prodeje celého podílu či jeho části na kapitálových trzích, byla by většina akcií společnosti Český Telecom ve volném oběhu a mohla by být vystavena pokusům o převzetí, kdy zájemce může oslovit společnost a nabídnout jí prémiovou cenu za získání kontroly. Kromě finančních rizik spojených s rozhodnutím neověřit si reakci trhu M&A před uskutečněním prodeje na kapitálových trzích tudíž existuje i „politické“ riziko, že se po prodeji na kapitálových trzích objeví zájemce z řad operátorů. Především existuje riziko, že v případě snížení ceny akcií po realizaci úpisu akcií frustrovaný M&A investor zveřejní, že měl zájem o koupi státního podílu za prémiovou cenu.

V případě, že by se vláda ČR rozhodla přejít od strategie M&A na strategii prodeje na kapitálových trzích, investoři na veřejných trzích budou muset být seznámeni s odůvodněním této změny strategie. Dále je třeba poznamenat, že přechod na alternativu prodeje na kapitálových trzích při „duální“ strategii by vládě ČR umožnil těžit až do poslední minuty z potenciální kladné dynamiky ceny akcií. Naproti tomu, prodej výhradně na kapitálových trzích vyvolá značný „převis“ ceny akcií po dobu řady měsíců, zatímco je transakce připravována. To dokládá transakce s podílem společnosti TelSource, která byla ovlivněna právě takovým významným převisem, i když časový harmonogram její přípravy byl výrazně kratší.

Orientační časový harmonogram transakce na kapitálových trzích

Orientační časový harmonogram vychází z předpokladu, že prodej podílu ve společnosti Český Telecom bude realizován ve formě marketingově podporované transakce vycházející z finančních výsledků Společnosti za rok 2004.

	Pátek Týden Týden 1 Týden 2 Týden 3 Týden 4 Týden 5 Týden 6 Týden 7 Týden 8 Týden 9 Týden 10 Týden 11 Týden 12 Týden 13 Týden 14 Týden 15 Týden 16 Týden 17 Týden 18 Týden 19 Týden 20 Týden 21 Týden 22 Týden 23 Týden 24 Týden 25 Týden 26 Týden 27 Týden 28 Týden 29 Týden 30 Týden 31 Týden 32
ČASOVÉ ASPEKTY	
<i>Nabídka na kapitálových trzích</i>	
<ul style="list-style-type: none"> Výběr a realizace a jmenování příslušných úřadů Délka rozsahu finančních informací a role auditors Provedení ekonomického a právního due diligence Příprava prospektu Příprava dokumentace (i.e. smlouvy a upisňovací dohody, první pasduhy) Jednání s regulátorem Doručení prospektu regulátoru (pokud to bude nutné) Přezkoumání prospektu regulátorem (pokud to bude nutné) Příprava marketingových materiálů Osazení a zahájení nabídky a zahájení kolektivního prodeje Poskytování informací investořům Vytváření prodejního prospektu Marketing / Roadshow / Backbuilding Cenová politika Titulní stránka prospektu Podpis smlouvy o upisování, doručení potvrzujících dopisů Vypořádání a uzavření, Doručení právních pasduhů 	<div style="text-align: center;"> <p>Q3 2004 dostupné finanční výsledky</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>Vánoční období</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>Konec úhonn předběžné celoroční finanční výsledky za rok 2004</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>25/03 Audované finanční výsledky za rok 2004</p> </div>
Rozhodnutí vlády ČR	<div style="text-align: center;"> <p>Rozhodnutí vlády ČR O ustavení nadzračního tělesa</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>Rozhodnutí vlády ČR Rozhodnutí o provedení strategie</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>Rozhodnutí vlády ČR Nabídka akci by vyčíslela s audovanými finančními výsledky za roky rok 2004</p> </div>

6.3 Duální proces - doplňující a aktualizované informace

Vzhledem k daným potenciálním nejistotám a omezujícím faktorům spojených s prodejem Podílu investorům operátorům (telekomunikační operátoři) či finančním investorům (či kombinaci obou), Poradce pro vládu ČR identifikoval třetí potenciální strategii prodeje Podílu spočívající ve strategii prodeje formou M&A, jejíž součástí je paralelní proces prodeje na kapitálových trzích. Tato strategie by umožnila vládě ČR realizovat prodej akcií prostřednictvím transakce na kapitálových trzích krátce po té, kdy by bylo rozhodnuto upustit od procesu M&A, pokud by nebylo možné generovat uspokojivou míru zájmu. Tato strategie by mohla být použita bez podstatného prodloužení harmonogramu transakce v porovnání s prodejem pouze prostřednictvím transakce M&A. Přijetím duální strategie může vláda ČR získat vyšší pružnost řízení celého procesu a konkurenční dynamiky prodeje.

Rozhodování vlády ČR při klíčových milnících duálního procesu transakce

Při strategii prodeje formou duálního procesu transakce Poradce společně s FNM předpokládá, že vláda ČR bude během prodejního procesu rozhodovat o postupných fázích transakce v následujících krocích:

1. rozhodnutí o strategii privatizace Podílu a kritériích pro účast v soutěži; (očekávaný termín – první polovina listopadu 2004)
2. rozhodnutí o výběru zájemců do druhého kola soutěže na prodej Podílu a vytvoření tzv. short-list; / rozhodnutí o opuštění duálního postupu a přechodu k exklusivnímu prodeji formou M&A / rozhodnutí o opuštění duálního postupu a přechodu k exklusivnímu prodeji formou ECM

(očekávaný termín – druhá polovina ledna roku 2004)

2. a. v případě, že nabídky obdržené od zájemců v průběhu prvního kola budou pro vládu ČR dostatečně atraktivní, vláda ČR může v tomto okamžiku rozhodnout o ukončení dosavadního duálního postupu a pokračovat v prodeji formou transakce M&A; v této variantě bude vláda společně s rozhodnutím o opuštění duálního postupu a přechodu k exklusivnímu prodeji formou M&A spolurozhodovat o výběru zájemců do druhého kola soutěže na prodej Podílu a vytvoření tzv. short-list;

2. b. v případě, že nabídky obdržené od zájemců v průběhu prvního kola nebudou pro vládu ČR dostatečně atraktivní, vláda ČR může v tomto okamžiku rozhodnout o ukončení dosavadní strategie transakce M&A a přechodu ke strategii transakce ECM

2. b.1. rozhodnutí o termínu pro zahájení nabídky akcií

3. rozhodnutí o výběru vítězné nabídky a podmínek prodeje

(očekávaný termín – březen 2005)

3. a. v případě, že nabídky obdržené od zájemců v průběhu druhého kola nebudou pro vládu ČR dostatečně atraktivní, vláda ČR může v tomto okamžiku rozhodnout o ukončení dosavadní strategie transakce M&A a přechodu ke strategii transakce ECM

3. b. rozhodnutí o termínu pro zahájení nabídky akcií

Vedle již zmíněných výhod a nevýhod uvedených u jednotlivých privatizačních strategií duální proces sám o sobě obsahuje jisté aspekty, která představují určité výhody, ale i rizika oproti privatizačním strategiím vedeným exklusivně formou M&A nebo prodejem na kapitálových trzích.

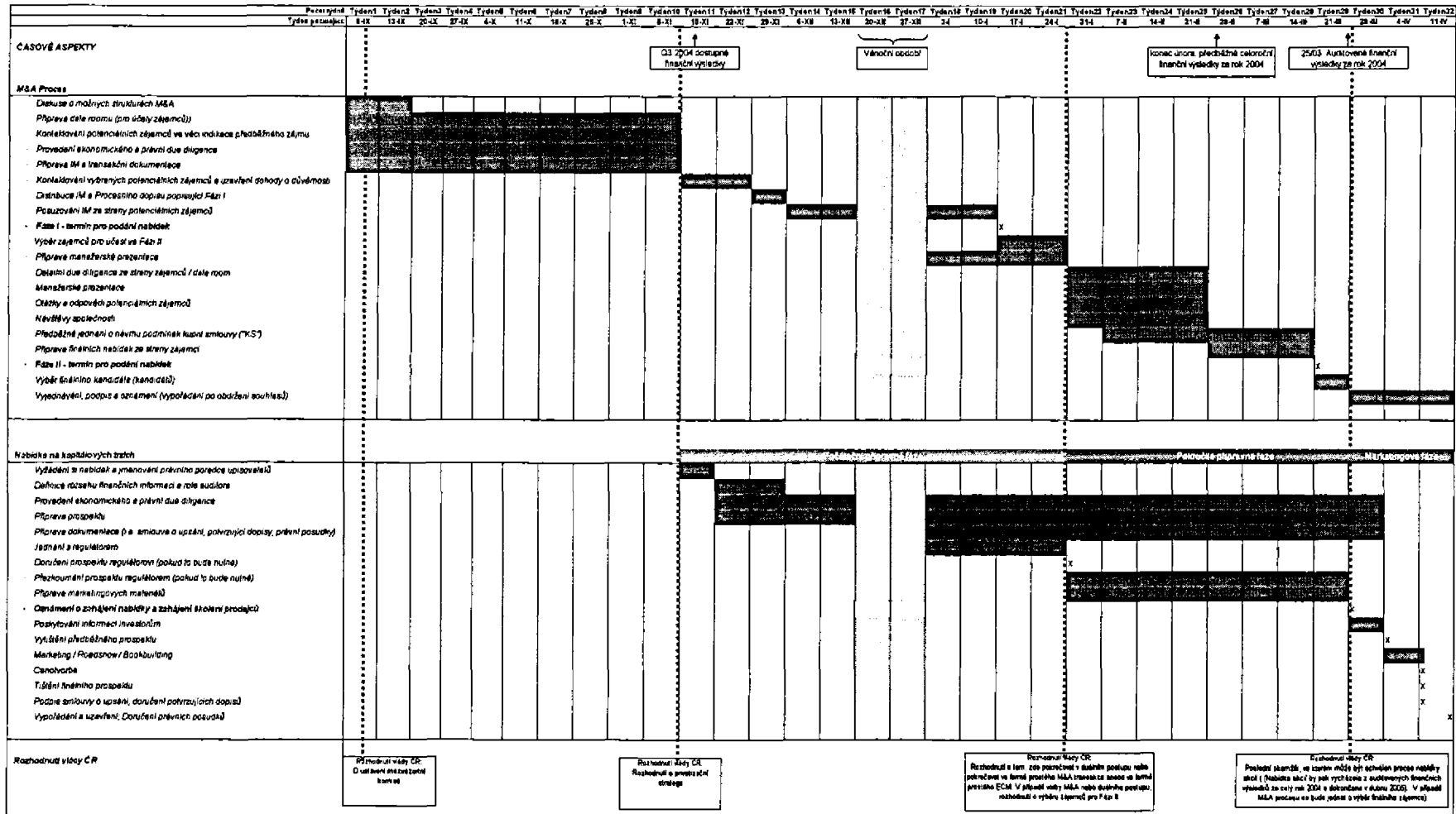
Výhody duálního postupu

- Vytvoření tlaku na cenovou disciplínu; tato „duální“ strategie, t.j. souběžný prodej po dvou liniích, může dle názoru Poradců přispět k naplnění cíle maximalizace výnosu pro vládu ČR, jelikož nabízí konkurenční alternativu vůči prodeji formou M&A a navíc vyvolává tlak na zachování „cenové disciplíny“ ze strany strategických a finančních investorů, kteří vědí, že existuje použitelná alternativa prodeje na kapitálových trzích. Zásadní význam při „duální“ strategii má však udržení plné angažovanosti investorů, kteří jsou tak postaveni tváří tvář této konkurenční alternativě, čehož lze dosáhnout vhodným strukturováním procesu prodeje a odpovídající komunikací s investory.
- Možnost pružného reagování; vláda ČR by mohla pružně reagovat a upustit od alternativy prodeje na kapitálových trzích kdykoli by se rýsovala možnost dostatečně konkurenčního prodeje M&A, aby se tak omezila složitost celé transakce. Pokud by například počet a úroveň počátečních nabídek strategických a finančních investorů byly dostatečné, pak by bylo možné upustit od prodeje na kapitálových trzích ještě před zahájením komunikace s kodačnickými orgány či analytiky akciových trhů. Alternativně, pokud to bude účelné, může být M&A proces opuštěn v případě, že prvotní indikativní obdržené od potenciálních investorů neposkytnou dostatečnou jistotu, že M&A transakce může být úspěšně dokončena.

Nevýhody duálního postupu

- Realizačně složitější proces; až do okamžiku upuštění od prodeje na kapitálových trzích však duální strategie vyžaduje souběžné provádění jednotlivých kroků jak prodeje formou M&A, tak prodeje na kapitálových trzích. Realizace této strategie je tudíž složitější, což je způsobeno souběžným chodem obou procesů. Avšak při její realizaci by bylo možné využít výrazné synergie mezi oběma procesy v oblasti due diligence a dokumentace (jedná se zejména o přípravu informačního memoranda pro transakci M&A a prospektu pro prodej na kapitálových trzích).
- Obava potenciálních M&A zájemců o domnělém upřednostňování strategie prodeje na kapitálových trzích; aby bylo dosaženo cíle „duálního“ postupu, t.j. vyvolání konkurence mezi oběma procesy a aby byla zachována pružnost strategického rozhodování vlády ČR při minimalizaci nákladů, je mimořádně důležité docílit toho, aby se potenciální M&A investoři (finanční i strategičtí) nevzdali účasti na procesu v důsledku obav o konečném zájmu vlády ČR realizovat transakci formou prodeje na kapitálových trzích. Poradci proto zastávají názor, že by vláda ČR/FNM měla vyslat v souvislosti s touto strategií jasné sdělení, pokud se tak například vláda ČR rozhodne, ve kterém bude zdůrazněno, že vláda ČR dává přednost prodeji v jediném kroku za prémiovou cenu, pokud budou vyhovující struktura transakce a rizika spojená s její realizací únosná.

Orientační časový harmonogram duálního procesu



6.4 Obdržení výnosu v jednotlivých transakčních strategiích

Na základě doporučených časových harmonogramů pro plně marketingově podporovanou transakci na kapitálovém trhu vycházející z finančních výsledků za rok 2004, datum pro přijetí kupní ceny vládou ČR je týden počínající 11. dubnem 2005.

Pro transakci M&A je časový harmonogram pro obdržení kupní ceny méně jistý a pravděpodobně delší. I když datum pro ukončení transakce M&A i duální strategie je stejné jako pro ukončení transakce na kapitálových trzích, v případě transakce M&A toto datum představuje okamžik, ve kterém je kupující zavázán smluvně uzavřít transakci. Datum, kdy je kupní cena nakonec zaplacená vládě ČR, však bude záviset na řadě faktorů a to zejména na časových harmonogramech pro relevantní schvalování regulatormi nebo antimonopolními orgány a na struktuře, době a mechanismu úpravy kupní ceny vyjednaném v rámci smlouvy o převodu akcií mezi oběma stranami. Dopad těchto faktorů může vyústit ve zpoždění obdržení kupní ceny o několik měsíců v porovnání s prodejem na kapitálovém trhu.

Pakliže transakce nebude z pohledu antimonopolní regulace shledána jako problematická, zpoždění ve výplatě výnosu z transakce bude pravděpodobně omezeno na několik málo týdnů. Pokud však budou existovat v souvislosti s transakcí podstatné antimonopolní aspekty (pravděpodobně jen v případě, že kupující je přítomen svými telekomunikačními aktivitami v České Republice), časový harmonogram výplaty výnosu z transakce by mohl být opožděn o několik měsíců. V této chvíli však nemůže být předvídána přesnější časová osa vypořádání transakce, neboť bude záviset na specifickém tržním postavení kupujícího v relevantním čase.

Nehledě na výše uvedený předpoklad, časový harmonogram pro přijetí kupní ceny v rámci transakce na kapitálovém trhu nepředpokládá žádná zpoždění, která by mohla negativně ovlivnit celkový harmonogram transakce z titulu nepříznivých podmínek na kapitálových trzích. Dále je vhodné uvést, že transakce formou ECM bude generovat příjmy jen v rozsahu prodané části akciového podílu. S ohledem na obecně předpokládané 6 měsíční období, kdy nebude možné uskutečnit prodej zbývajících podílu ve vlastnictví vlády ČR (tzv. „lock-up period“), nebude možné obdržet kupní cenu v souvislosti s jakýmkoli zbývajícím podílem dříve než za 6 měsíců (pokud budou panovat příznivé tržní podmínky). Časový harmonogram transakce M&A je na druhou stranu podmíněn riziky vyplývajícími z časového harmonogramu v návaznosti na vyjednávání s potenciálními investory, ale je méně závislý na rizicích vyplývajících z tržních podmínek.

7 Doporučení poradců – Návrh strategie, organizace, struktury a časového harmonogramu privatizace

Poradci předpokládají, že základním cílem vlády ČR při prodeji akciového podílu ve společnosti Český Telecom je maximalizace výnosu při přijatelné míře transakčního rizika.

Formální i neformální reakce obdržené Poradci od investorů, kteří mají zájem o účast v M&A transakci, naznačují, že vláda ČR má možnost, nikoli však úplnou jistotu, dosáhnout jednorázového prodeje M&A transakcí při současném dosažení prémiové ceny. Mezi investory, kteří projevili zájem, patří operátoři a finanční investoři, přičemž někteří již najali poradce a vyjádřili tím silný závazek účastnit se potenciálního procesu.

Nicméně M&A strategie není bez rizika. Po zahájení M&A procesu může vyjít najevo, že žádný investor nebude ochotný učinit vládě ČR akceptovatelnou nabídku na státní 51% podíl ve společnosti Český Telecom. Existuje riziko, že obdržené nabídky nebudou pro vládu ČR zajímavé z hlediska cenových a/nebo strukturálních podmínek. V současnosti je nemožné detailně ohodnotit tato rizika, neboť formální M&A proces nebyl zahájen a potenciální investoři nejsou ochotni vyjádřit rozsah a povahu jejich zájmu předtím než provedou due diligence.

S ohledem na formální a neformální reakce obdržené od potenciálních investorů a současně na základě předpokladu, že hlavním cílem vlády ČR je maximalizace ceny obdržené za privatizovaný podíl, Poradci vládě ČR doporučují formálně zahájit M&A transakci. Nicméně ve světle výše identifikovaných rizik, Poradci vládě ČR doporučují současně paralelně pokračovat v přípravě prodeje ve formě transakce na kapitálových trzích.

V případě, že vláda ČR v jakémkoli časovém okamžiku procesu dospěje k názoru, že je pravděpodobné, že neobdrží akceptovatelnou M&A nabídku, bude mít vláda ČR možnost přejít k transakci na kapitálových trzích bez nepatřičného zpoždění privatizačního harmonogramu. Vláda ČR tak získá příležitost například v okamžiku, kdy obdrží prvotní indikativní nabídky od investorů, vyhodnotit na základě reálných dat potenciál dosažení atraktivní cenové nabídky v rámci konkurenčního procesu M&A.

Efektivní realizace Poradci navrhnuté strategie bude mimo jiné záviset na jasné komunikaci ze strany vlády ČR ohledně kritérií, na základě kterých bude vyhodnocovat nabídky obdržené v rámci M&A procesu, a podmínek, při kterých přejde k transakci na kapitálových trzích, a to ještě před zahájením procesu M&A. Pokud bude vláda ČR schopna definovat a komunikovat své záměry v těchto ohledech transparentně a s předstihem, jsou Poradci přesvědčení, že doporučená strategie může vládě ČR poskytnout cennou flexibilitu a možnost dosáhnout cenové prémie za kontrolu bez vzdání se možnosti efektivního prodeje na akciových trzích.

8 Shrnutí předběžného zájmu potenciálních investorů

Tato kapitola obsahuje neúplný souhrn vybraných důvěrných informací poskytnutých potenciálními investory. S ohledem na tento fakt je nutné vnímat skutečnost, že konečná stanoviska potenciálních investorů mohou být odlišná od stanovisek uvedených v tomto dokumentu.

Na základě instrukce od FNM rozeslalo konsorcium CSFB/ČS během druhého zájmového týdne dopisy požadující vyjádření předběžného zájmu vybraným stranám s potenciálním zájmem o akvizici 51% podílu ve společnosti Český Telecom. Celkem bylo osloveno 17 telekomunikačních operátorů a 19 finančních investorů s žádostí o předložení vyjádření o indikativním zájmu v písemné a/nebo ústní podobě. Lhůta pro přijetí těchto vyjádření byla stanovena na pátek 24. září. Do dnešního dne přijali Poradci 17 písemných a ústních předběžných indikativních vyjádření zájmu a proběhly diskuse se 2 dalšími investory, kteří sice nepotvrdili předběžně zájem, ale aktivně nadále sledují situaci a vývoj („Čekat-a-sledovat“). Celkem 6 oslovených stran formálně odmítlo zájem a od 11 potenciálních investorů Poradci do dnešního dne nedostali žádnou odezvu. Je možné předpokládat, že tato poslední skupina investorů pravděpodobně nebude mít o transakci zájem.

	Operátoři	Finanční investoři	Celkem
Registrace zájmu	6	11	17
“Čekat-a-sledovat”	1	1	2
Žádná reakce	7	4	11
Zájem odmítnut	3	3	6
Celkem kontaktováno	17	19	36

Poznámka: Konsorcia jsou v tabulce uvedena jako jeden zájemce

Hlavní poznatky z odezvy od operátorů

- Obecně, zájem potvrzuje primární strategickou orientaci potenciálních zájemců
- Z tohoto důvodu odmítnutí zájmu vyplynulo převážně ze zvážení strategické vhodnosti
- Většina zájemců považuje Český Telecom za zajímavý cíl na atraktivním trhu a někteří z nich již nějaký čas toto aktivum zkoumalo
- Řada operátorů zvažuje partnerství s finančním investorem

- Několik zájemců již najalo externí poradce
- Obecně rozšířená nechuť zavázat se k čemukoliv bez oficiálního procesu
- Klíčové dotazy a obavy vycházejí z nedostatku jasných informací o procesu privatizace zejména rozhodnutí o prodeji formou M&A nebo ECM, načasování transakce a politickém rozhodovacím procesu
- Požadavky na více informací o procesu předtím, než většina zájemců začne s podrobnými pracemi včetně přezkoumávání potenciálních struktur akvizice
- Celkový zájem částečně ovlivněn poměrně velkým rozměrem a/nebo preferencí pouze pevných či bezdrátových služeb

Hlavní poznatky z odezvy od finančních investorů

- Obecně, potvrzení faktu, že zájem o Český Telecom projevuje široké spektrum finančních investorů
- Odmítnutí zájmu založeno na investičním profilu a netransparentnosti procesu
- Byla vytvořena tři konsorcia/pracovní aliance
- Šířka a hloubka přijatého závazku a investovaného času se napříč potenciálními zájemci výrazně liší
- Několik investorů zdůrazňuje svou obeznamenost s aktivem, v neposlední řadě díky angažování se v předchozím procesu
- Několik finančních investorů/konsorcií již najalo externí poradce (včetně M&A, finančních, právních, daňových a účetních poradců)
- Několik finančních investorů/konsorcií již věc projednávalo s jejich příslušnými investičními komisemi
- Požadavky na informace o dalších podrobnostech o aktivu a privatizačním procesu před investováním dalších zdrojů a času do procesu
- Klíčové strukturální otázky jsou mnohými investory vnímány, přičemž jejich případné řešení bude teprve učiněno
- Klíčové otázky obklopují postřehnuté aspekty chybějící transparentnosti procesu, zejména v závislosti na ECM, v možnosti účasti, případně pozici finančního investora/sponzora, v načasování procesu a v předběžném politickém rozhodovacím procesu.

III.

Poznámka: z připomínek, došlých v rámci meziresortního připomínkového řízení, jsme vypořádali pouze ty, které se týkají usnesení vlády a důvodové zprávy. Připomínky k příloze II b jsme vypořádat nemohli, abychom nezasahovali do materiálu psaného poradcem.

Výsledky připomínkového řízení k „Rozhodnutí o způsobu privatizace majetkové účasti státu v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM“		
Připomínkové místo	Připomínka	Způsob vypořádání
Ministerstvo životního prostředí	Bez připomínek	
Ministerstvo průmyslu a obchodu	V předkládaném materiálu již není akcentována podmínka privatizace strategickému partnerovi, popřípadě konsorciu s finančním investorem, která byla uplatněna v privatizačním procesu zastaveném v roce 2002. Privatizace majetkové účasti státu tak může vyústit k získání akciového podílu státu v držení FNM ČR pouze finančním investorem.	Akceptováno. Souhlasíme s tvrzením, že podmínka účasti strategického investora není obsažena. Prodej podílu pouze finančnímu investorovi je možný, pokud bude vláda realizovat M&A transakci.
Ministerstvo zdravotnictví	Bez připomínek.	
Ministerstvo kultury	Bez připomínek.	
Česká národní banka	ČNB nemá připomínky k návrhu postupu při privatizaci majetkové účasti státu v uvedené společnosti. Pozn.: Doporučuje však, aby v případě odsouhlasení postupu vyplývajícího	

	<p>z varianty č. 2, resp. varianty č. 3 byla kupní cena stanovena a následně uhrazena v korunách. Po dotazu MF sdělila ČNB, že totéž platí i pro variantu č. 1.</p>	
Ministerstvo informatiky	<p>K návrhu usnesení (pouze v případě schválení postupu dle varianty 3): doplnit v bodu IV úkol pro ministra financí: zajistit plnou podporu managementu, zejména vystavení prohlášení a záruky o odškodnění vyžadované smlouvou o úpisu;</p> <p>K důvodové zprávě:</p> <p>Obecně:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. V případě uváděných výhod a nevýhod u jednotlivých variant se údaje uváděné v materiálu předkladatele odlišují od stanovisek poradce. V takových případech považujeme za nutné uvést v materiálu stručné odůvodnění rozdílů. 2. Doporučujeme specifikovat a podrobněji rozvést důvody, které předkladatele vedou k doporučení jiné varianty prodeje než kterou doporučuje poradce pro privatizaci. 	<p>Neakceptováno Na podporu managementu není právní nárok, proto ji nelze vymáhat. Proto není možné uložit takovýto úkol. Pokud český právní řád poskytnutí garancí neumožní, pak je tento požadavek čistě akademický.</p> <p>Neakceptováno. Separátní uvedení rozdílů není nutné uvádět, dostatečná argumentace názoru MF je obsažena v důvodové zprávě.</p> <p>Neakceptováno. Specifikace je obsažena v důvodové zprávě. Pozn.: Meziřesortní komise pro privatizaci doporučuje stejnou variantu jako MF.</p>

	<p>3. Doporučujeme doplnit informaci o možnostech eliminovat v jednotlivých variantách nežádoucí dopady na kurz měny. Upozorňujeme na pravděpodobnost velké poptávky po české měně pro vypořádání transakce na kapitálovém trhu, která by mohla vést k nežádoucímu posílení koruny.</p> <p>Varianta prodej na kapitálových trzích:</p> <p>4. V případě prodeje na kapitálovém trhu je nutné striktně rozlišovat zda jde o:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) prodej v jednom kroku bez podpory managementu b) prodej v jednom kroku s podporou managementu 	<p>Neakceptováno. Dle vyjádření ČNB tato žádá výnos v českých korunách při všech variantách transakce. Dopad na českou korunu je jednak řešen Usnesením vlády ČR č. 74 ze 16.ledna 2002 o strategii řešení kursových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu, navíc je to vždy řešeno spoluprací mezi MF a ČNB, která jediná má v pravomoci se k těmto záležitostem vyjadřovat a "ošetřovat" kurz koruny v ČR.</p> <p>Pozn.: Dopad na českou korunu bude bezprecedentně největší u přímého prodeje (M&A), neboť díky povinným odkupům akcií od minoritních akcionářů se bude jednat o objemově nesrovnatelně největší transakci.</p> <p>Neakceptováno. Samozřejmě existuje více možností než čtyři zde</p>
--	---	---

	<p>c) prodej ve více krocích bez podpory managementu d) prodej ve více krocích s podporou managementu <i>Zatímco prodej na kapitálovém trhu ve více krocích s podporou managementu může eliminovat přiměřeným způsobem riziko snížení ceny (výši diskontu) a zaručuje dokončení transakce, tak prodej na kapitálovém trhu v jednom kroku bez podpory managementu znamená absolutně nejnižší cenu a vysoké riziko, že se nepodaří prodat celý balík akcií najednou a tudíž se prodej mimořádně protáhne.</i></p>	<p>uvedené, je však prakticky nemožné, aby vláda rozhodla o specifické transakci na kapitálových trzích, protože by si tím sama podmínila cenu za akcii, navíc je velmi pravděpodobné, že klasická transakce s podporou managementu ČT v jednom kroku nebude z legálního hlediska proveditelná, a tím už sám trh bude ovlivněn nerealizovatelností této transakce a cena za akcii bude klesat. Z tohoto důvodu by vláda měla rozhodnout pouze o variantě privatizace tj. transakci na kapitálových trzích, přímém prodeji nebo poradci navrhovaném duálním způsobu. Rozhodovat o detailech transakce je z tohoto důvodu kontraproduktivní a bude pracovat proti nejvyššímu dosažitelnému výnosu.</p> <p>Nesouhlasíme s prohlášením, že nejlepší způsob prodeje na</p>
--	---	---

		<p>kapitálových trzích je prodej ve více krocích s podporou managementu. Nelze už vůbec souhlasit s prohlášením, že prodej na kapitálovém trhu bez podpory managementu v jednom kroku zaručuje absolutně nejnižší cenu a vysoké riziko, že se nepodaří prodat celý balík akcií najednou. Existuje vždy riziko, že situace na trzích se může rapidně zhoršit, ovšem samozřejmě i zlepšit. Nicméně poptávka je obrovská a nějakou dobu zřejmě potrvá, trh se již vypořádal s převisem nabídky nad poptávkou, což je již vyjádřeno v současné ceně – bezprostředně po zveřejnění usnesení meziresortní komise pro privatizaci cena dle očekávání poklesla, v současné době již vzrostla na původní cenu. Samozřejmě, že při transakci na kapitálových trzích neexistuje garance, nicméně existují analytické</p>
--	--	---

	<p>5. první odrážka (výše výnosu) - druhou větu „Výše výnosu bude závislá na aktuální situaci na kapitálovém trhu v okamžiku uvedení titulu na trh“ doporučuji přeřadit mezi nevýhody. Informace o úmyslu umístění velkého množství akcií může vyvolat propad ceny z důvodu převisu nabídky nad poptávkou. A tato okolnost může být umocněna v případě, že nebude rozhodnuto prodávat v několika krocích v dostatečném časovém odstupu jednotlivých transakcí.</p>	<p>odhady a ty indikují, že se celý balík v jedné tranši prodat podaří za velice rozumnou cenu. Diskont bude tím menší, čím méně komentářů a názorů se bude v médiích objevovat a více než vyváží riziko, které by na vládu čekalo při několika krocích.</p> <p>Pozn.: Diskont u loňské transakce TelSource, kdy nebyla zdaleka taková likvidita trhu jako je dnes, byl pouze 3,2%!</p> <p>Neakceptováno. Nelze považovat za nevýhodu. Trh již po rozhodnutí mezirezortní komise dal jasně najevo, že očekává prodej přes kapitálové trhy (pokles v ceně pouze o 5%) nicméně se již s "overhagem" (převisem nabídky nad poptávkou) vyrovnal, a cena je dnes zpět na původní výši, takže není důvod proč</p>
--	--	---

	<p>6. pátá odrážka (rychlost získání výnosu) - Není zmíněna možnost, že může být nutné přistoupit k prodeji v několika krocích, aby nedošlo k většímu propadu ceny z důvodu omezené absorpční schopnosti trhu.</p> <p>7. devátá odrážka – Privatizaci prostřednictvím kapitálových trhů lze označit za nejčastěji používanou metodu prodeje pouze v případě prodeje menšinových podílů. V případě prodeje nadpolovičního podílu akcií jde naopak o výjimečný postup.</p>	<p>přefazovat cokoliiv mezi nevýhody. V současné době se kolem privatizace rozvířila přímo hysterie v médiích, což úspěšné privatizaci nesmírně škodí a bude-li tento trend pokračovat, pak ve velice krátké době úspěšnou privatizaci prakticky vyloučí. Jediným rozumným řešením je pak zprivatizovat rychle a v jednom kroku. Protože nejlepší odpovědí na nesmyslné spekulace je rychlé získání výnosu, což je jediná jistota.</p> <p>Neakceptováno. Možnost není zmíněna, neboť dle názoru MF je nejlepším řešením prodat v jednom kroku (tranši).</p> <p>Neakceptováno. Skutečnost, že se jedná o 51%, je zcela irelevantní, neboť rozhodující je velikost transakce. Současný trh je více než schopen</p>
--	--	--

	<p>8. třináctá odrážka – Požadujeme vyčíslit možnou výši diskontu v případě prodeje s podporou managementu a v případě, že se nepodaří (stejně jako u transakce TelSource) opatřit plnou podporu managementu (prohlášení a záruky o odškodnění). Upozorňujeme na skutečnost, že pokles ceny akcie o 1 Kč znamená pokles výnosu z privatizace cca o 165 mil. Kč. Diskont ve výši pouhé 1% znamená ztrátu výnosu ve výši cca 0,5 mld.</p>	<p>absorbovat bez problémů velikost této transakce (cca Euro 1.6 mld), V poslední době vlády Francie, Německa, Belgie se zbavovaly svých podílů v národních telekomunikačních společnostech právě formou prodeje přes kapitálové trhy a velikosti těchto transakcí byly vyšší:</p> <p>Eircom €809 m v březnu 2004 Telenor €978 m v březnu 2004 Belgacom €3,586 m v březnu 2004 France Telecom €5.1 mld v září 2004 Deutsche Telekom €3.0 mld v říjnu 2004 Belgacom €539 m v říjnu 2004</p> <p>Neakceptováno.</p> <p>Je nemožné dopředu vyčíslit požadované. Pokud se týká transakce TelSource, zbývá podotknout, že od doby</p>
--	---	--

	<p>Kč.</p> <p>9. Dále požadujeme doplnit důvodovou zprávu o informaci jaká existuje v této variantě možnost vlády ovlivnit budoucího nabyvatele, zejména z hlediska možností zabránit získání kontroly subjektem, který vykazuje bezpečnostní nebo politická rizika (vazba na provozování kritické infrastruktury státu).</p>	<p>TelSource transakce se likvidita trhu dramaticky zvýšila a poptávka po akcích ČT rovněž. Nezanedbatelným faktem zůstává skutečnost, že potencionální investoři velice dobře znají jak akcie Telecomu, tak výsledky společnosti. A tyto znalosti jim poskytují vysokou míru komfortu, rating společnosti (stejný jako má ČR) rovněž vypovídá o vysokém standartu společnosti, takže diskont (pokud vůbec bude) bude minimální a určitě předčí nevýhody a rizika, která s sebou ponese ostatní zmiňované varianty privatizace.</p> <p>Neakceptováno. Konečná alokace akcií bude při této variantě záležet na kvalitě a zkušenostech bookrunnera, který v rámci procesu tvorby</p>
--	---	--

		<p>objednávkové knihy zajistí nemožnost prodeje akcií do nežádoucích rukou. Většina institucionálních investorů má ve svých stanovách klauzuli, že nesmí nakoupit větší podíl než 10% akcií jednoho subjektu, což vlastně vylučuje nebezpečí „takeoveru“.</p> <p>Navíc podle EU legislativy je velice problematické pro Evropské vlády ponechat si tzv. Zlaté akcie bez ohledu na způsob privatizace, takže je v tomto ohledu naprosto lhostejné, jakým způsobem bude stát privatizovat. Plnou kontrolu, dokonce kontrolu nad managementem po privatizaci ztratí stát v každém případě. M&A kupující nebudou ochotni garantovat státu vliv na společnost po privatizaci vzhledem k plánovanému tzv. exitu a pokud na tom bude vláda trvat, pak cena velice zásadně klesne a výnos může být až poloviční. Jasně je, že kupci z oblasti "private equity</p>
--	--	---

	<p>10. Doporučujeme, aby byla doplněna informace o vztahu omezené kapacity trhu a velikosti prodávaného podílu.</p>	<p>fondů“ se budou zbavovat svých podílů výhradně prostřednictvím kapitálových trhů.</p> <p>Neakceptováno. Kapacita trhu je naprosto dostatečná, jak již bylo uvedeno výše. V tomto roce trhy absorbovaly bez problémů následující objemy telekomových akcií (v součtu je jejich objem v jednotlivých měsících vyšší než objem plánované transakce):</p> <ul style="list-style-type: none"> Eircom €809 m v březnu 2004 Telenor €978 m v březnu 2004 Belgacom €3,586 m v březnu 2004 France Telecom €5.1 mld v září 2004 Deutsche Telekom €3.0 mld v říjnu 2004 Belgacom €539 m v říjnu 2004
--	---	--

	<p>11. Doporučujeme, aby byla doplněna informace o předpokládané akcionářské struktuře po skončení transakce. Např. jaký podíl se předpokládá, že bude dostatečný pro ovládnutí společnosti při rozptýleném vlastnictví akcií.</p> <p>12. Doporučujeme, aby mezi nevýhody byl zařazen fakt, že nelze s budoucím nabyvatelem efektivně uzavřít dohodu o stažení žalob o náhradu škody proti státu, které společnost v současnosti vede (riziko pro</p>	<p>Neakceptováno.</p> <p>S největší pravděpodobností se bude jednat o tzv. institucionální investory, kteří jsou ve své většině svými vlastními stanovami omezení na nákup maximálně 10% akcií jednoho podniku. Na poslední VH která se konala v červnu 2004 se zúčastnilo 30% akcionářů. Za předpokladu, že tento trend bude pokračovat i do budoucna, bylo by třeba aby takovýto investor vlastnil 41.2% akcií ČT, aby měl 50% hlasovací majoritu, pro 66.7% hlasovací majoritu by musel vlastnit 58.3% akcií a pro 75% hlasovací majoritu by daný investor byl nucen vlastnit 67.7% akcií ČT. Domníváme se, že z výše uvedeného je dostatečně patrná nepodloženost této obavy.</p> <p>Neakceptováno. Dohoda s budoucím nabyvatelem není</p>
--	---	--

	<p>stát několik miliard).</p> <p>Varianta přímý prodej celého podílu jednomu zájemci nebo konsorciu zájemců, který bude vybrán ve veřejném výběrovém řízení.</p> <p>13. třetí odrážka - Doporučujeme rozvést v materiálu problematiku prémie za kontrolu nad společností. Dle údajů poradce se výše prémie pohybovala mezi 13% až 31% tj. dodatečný výnos cca 6,5 mld. až 15,5 mld. Kč v případě promítnutí do tohoto privatizačního případu.</p>	<p>v praktické rovině možná, neboť ČT má povinnost chránit zájmy všech i minoritních akcionářů. Není tedy možné předpokládat jakoukoliv dohodu a opominout zájem minoritních akcionářů. V tomto ohledu je opět irelevantní, jakou variantou bude podíl privatizován.</p> <p>Neakceptováno. Vzhledem k tomu, že získání prémie je možnost velice teoretická (v praxi nereálná), nepovažujeme toto promítnutí za nijak signifikantní. Jde o odhad privatizačního poradce, který ani na žádost MF nebyl podložen konkrétnější analýzou ve vztahu k ČT a proto se MF nemůže k relevantnosti tohoto odhadu vyjádřit. Poradce sám uvádí pouze procenta, která jsou dle našeho názoru pouhým fiktivním prohlášením, z toho důvodu zřejmě ani poradce nepovažoval za</p>
--	--	--

	<p>14. čtvrtá odrážka – Je nutno doplnit, že jde o porovnání v případě prodeje na kapitálovém trhu prostřednictvím jediného kroku. V případě prodeje na kapitálovém trhu ve více krocích je naopak přímý prodej rychlejší.</p> <p>15. devátá odrážka – Požadujeme vysvětlení, tvrzení není srozumitelné z hlediska jeho zařazení mezi nevýhody.</p>	<p>nutné tuto skutečnost nijak promítat do privatizačního případu.</p> <p>Neakceptováno. Prohlášení, že prodej jednomu zájemci je nejkratší cestou, je nepravdivé. I u několika kroků prodeje na kapitálovém trhu není podle našeho názoru (který je v rozporu s názorem poradců) nutné čekat šest měsíců. Doba čekání je stanovena dohodou a negociací a to bez dopadu či snížení ceny. K otázce rychlosti lze připomenout z poslední doby privatizace např. Unipetrolu či poslední pokus o ČT.</p> <p>Neakceptováno. Zůstává správně zařazeno mezi nevýhody, neboť naděje na nalezení strategického investora, který by plánoval ve společnosti zůstat s úmyslem rozvíjet nové služby, zapojit společnost do globálnějšího prostředí</p>
--	---	--

	<p>16. Mezi výhody požadujeme doplnit skutečnost, že za období od minulé privatizace byly z 6 identifikovaných „překážek“ privatizace již 4 odstraněny a tak byla významně zvýšena šance na úspěch privatizace touto metodou.</p>	<p>atd. a tudíž by přicházel se zcela jinou podnikovou strategií, při níž je ochoten odložit zisk ze společnosti, je minimální. Naproti tomu finanční investor, který přichází se zaměřením na maximální výnos ze své investice tradičně zůstává ve společnosti po dobu 3-5 let, kdy prostřednictvím kapitálových trhů se svého podílu zbavuje bez ohledu na to, kdo se stane finálním vlastníkem těchto akcií.</p> <p>Neakceptováno. Nejsme si vědomi, které ze šesti identifikovaných překážek byly odstraněny a tím byla zvýšena šance na úspěch přímého prodeje. Skutečnost, že neexistuje v současné době s největší pravděpodobností strategický partner, který by byl ochoten zaplatit tržní cenu, povede k tomu, že tato metoda se tedy bude týkat konsorcií, kde hlavní roli budou hrát finanční investoři, kteří budou po 3-5</p>
--	---	---

	<p>Varianta prodej podílu kombinovanou metodou.</p> <p>17. Mezi výhody požadujeme zařadit fakt, že duální postup dává možnost dosáhnout cenové premie za kontrolu bez vzdání se možnosti efektivního prodeje na akciových trzích.</p>	<p>letech exitovat (tzn. prodávat svůj podíl výhradně na kapitálových trzích), což bude mít velice negativní dopad na společnost.</p> <p>Neakceptováno. Nesouhlasíme, duální strategie je "z nouze ctnost". Pokud se nepodaří prodat podíl M&A transakcí, celý trh o této skutečnosti bude vědět, což bude mít velice negativní vliv na cenu akcií, protože trh pochopí, že jinou cestu stát prostě nemá. Názor poradců, že se bude "šponovat" cena je ničím nepodložený.</p>
Vedoucí Úřadu vlády	Bez připomínek	
Ministerstvo spravedlnosti	Bez připomínek	
Ministerstvo dopravy	Bez připomínek	
Ministerstvo zemědělství	Bez připomínek	
Místopředseda vlády pro ekonomiku	Bez připomínek	
Ministerstvo pro místní rozvoj	ČESKÝ TELECOM, a.s. je konsolidovaný prosperující podnikatelský subjekt, technologicky převážně vybavený na úrovni srovnatelné se společnostmi ve vyspělých státech, s vysokou úrovní tvorby volného cash flow. ČESKÝ	

	<p>TELECOM a.s. má vysoký růstový potenciál, zejména po přístupu k EU, existuje nízká nasycenost širokopásmovým Internetem, je možno rozšířit poskytování mediálního obsahu. Jeho mobilní operátor EUROTEL, jehož 49% akcií ČESKÝ TELECOM a.s. odkoupil za cca 30 mld. Kč v minulém roce, zlepšil svou marži na nasyceném trhu na úroveň blížící se 50 %, při provozních nákladech cca 19 mld. ročně (viz. str. 7 a 8, přílohy k důvodové zprávě – dále příloha II. b). Kromě toho získal EUROTEL velmi výhodně od státu licenci na mobilní služby třetí generace.</p> <p>Vzhledem k těmto skutečnostem se nejvíce jako výhodný prodej 51,1% akcií ČESKÉHO TELECOMU, a.s. za 50 až 65 mld. Kč, jak se uvádí v denním tisku (hospodářské noviny z 27. října 2004), když stát jen v roce 2003 inkasoval z dividend cca 8 mld. Kč.</p> <p>V materiálu postrádáme ocenění hodnoty akciové společnosti ČESKÝ TELECOM vzhledem k jejímu rozhodujícímu postavení na trhu ČR, dosaženému technickému vybavení a možnostem generovat v dlouhodobé perspektivě čistý zisk.</p> <p>Žádáme rovněž materiál doplnit o analýzu možné prodejní ceny a.s. ČESKÝ TELECOM formou prodeje na kapitálovém trhu (Varianta č. 1) a formou dvoukolové veřejné soutěže (Varianta č. 2), vzhledem k diskusím v tisku</p>	<p>Neakceptováno. Nadále nehodláme komentovat spekulace v mediích, neboť to nepovažujeme ani za důstojné, ani za relevantní. Naopak doporučujeme variantu prodeje na kapitálových trzích pro důvody uvedené v Důvodové zprávě.</p> <p>Neakceptováno. Ocenění společnosti si bude dle vlastních rozdílných kritérií pořizovat každý potenciální investor sám.</p> <p>Neakceptováno. Jak již bylo zdůvodněno v důvodové zprávě</p>
--	---	--

	<p>z kterých vyplývá, že při prodeji na kapitálovém trhu bude dosažena cena nižší o cca 10 mld. Kč.</p> <p>Doporučujeme dále materiál doplnit o hlubší analýzu zkušeností s privatizací formou prodeje akcií na kapitálovém trhu (ECM) a formou veřejné soutěže (M & A) v Evropě a ve světě ve vazbě na ceny telekomunikačních služeb po privatizaci a dopad privatizace na obyvatelstvo a příjmy státního rozpočtu.</p> <p>Lze očekávat, že navrhovaný prodej akcií na kapitálovém trhu vzhledem k jejich značnému objemu sníží cenu akcií na trhu a stát přijde o příjem z titulu prodeje rozhodujícího 51.1 % balíku akcií. Jak uvádí poradci – konsorcium Credit Suisse First Boston a České spořitelny v příloze II.b na str. 27 v prvním odstavci, průměrná hodnota prémie za kontrolu (akcií společnosti) na hlavních evropských trzích se v posledních letech poskytovala v rozsahu 13% - 31% (to platí i pro země, kde právní předpisy ukládají povinnost učinit nabídku odkupu podílů menšinových akcionářů). Jak je zřejmé z přílohy II.b na st. 42 o privatizaci a.s. ČESKÝ TELECOM je značný zájem jak telekomunikačních operátorů (6), tak finančních investorů (11).</p>	<p>předloženého materiálu při transakcích prostřednictvím kapitálových trhů nelze dopředu určit cenu (bude závislá na situaci na kapitálových trzích v den uvedení transakce na trh). Nadále nehodláme komentovat spekulace v mediích, neboť to nepovažujeme ani za důstojné, ani za relevantní.</p> <p>Neakceptováno. Požadované lze do jisté míry nalézt na straně 19-22 přílohy IIb) přeloženého materiálu.</p> <p>Neakceptováno. Získání prémie je možnost velice teoretická (v praxi nereálná). Uvedená procenta jsou pouze odhadem privatizačního poradce, který ani na žádost MF nebyl podložen konkrétnější analýzou ve vztahu k ČT, a proto se MF nemůže k relevantnosti tohoto odhadu vyjádřit. K poslední větě lze říci, že</p>
--	--	--

	<p>Z uvedených důvodů doporučujeme privatizaci ČESKÉHO TELECOMU, a.s. podle Varianty č. 3 nebo eventuálně zvážit odložení privatizace a.s. ČESKÝ TELECOM, vzhledem ke schopnosti společnosti dosahovat dlouhodobě vysoké dividendy a tedy i zajišťovat stále příjmy z dividend pro stát.</p> <p>Z přehledu vybraných privatizačních transakcí v sektoru telekomunikací v Evropě za posledních 10 let (viz str. 19 - 22 přílohy II.b.) vyplývá, že většina vyspělých zemí si ponechává značný podíl vlastnictví a kontroly v rozhodujících telekomunikačních operátorech ve France Telecom vlastní vláda 53,1% akcií, v Deutche Telecom vláda drží 43% akcií, v Belgacom vlastní vláda 52% akcií, ve Swisscom vlastní vláda 62,7 % akcií, v Telecom Austria vlastní vláda 47% akcií, v Norsku vlastní vláda 54% akcií, v Telia Sonera vlastní Švédská a Finská vláda 45%, resp. 19% akcií, v Slovak Telecom vláda vlastní 49% akcií, v Romtelecom vláda vlastní 46% akcií, v Croatia Telecom vláda vlastní 49% akcií, v OTE v Řecku vláda vlastní 37,7% akcií.</p>	<p>uvedená tabulka představuje pouze nezávazný zájem obou typů investorů a nemá tudíž velkou relevanci.</p> <p>Neakceptováno.</p> <p>Záměr privatizovat je dán rozhodnutím vlády.</p> <p>Akceptováno.</p> <p>Vaše informace jsou víceméně korektní, avšak to vůbec nic nedokazuje, neboť ve zbytku Evropy si vlády neponechaly rovněž ani 1% akcií v telekomových společnostech, jako například:</p> <ul style="list-style-type: none"> v Itálii ve Španělsku v Portugalsku v Irsku v Dánsku ve Velké Británii v Polsku v Maďarsku v Holandsku stát stále drží 19% (ale i ty plánuje v nejbližší době prodat) <p>Takže Váš argument ztrácí hodnotu argumentu a je to</p>
--	--	--

	<p>Naproti tomu telekomunikační trh našich sousedů v Polsku ovládl France Telecom a většinový podíl telekomunikačního trhu na Slovensku, v Maďarsku a v Chorvatsku vlastní Deutsche Telecom. Z přehledu je rovněž zřejmé, že prodej telekomunikačních společností se realizuje zejména tam, kde je nezbytná modernizace tohoto sektoru, což není případ ČR, kde zásadní modernizace již proběhla.</p>	<p>vlastně jen jiný názor na věc.</p> <p>Neakceptováno. Ničím nepodložené tvrzení. Tato zásada platila až do první části privatizace, (tehdy) SPT Telecom v červnu 1995 (27%), v současné době žádná vláda neprivatizuje podkapitalizované podniky, a to ani telekomunikační.</p>
Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy	Bez připomínek	
Ministerstvo obrany	Bez připomínek	
Ministr a předseda Legislativní rady vlády	<p>I) K vlastnímu návrhu:</p> <p>1. Vláda stojí před složitým rozhodnutím, které má učinit v podmínkách informační neurčitosti. O to důležitější je pak přesná definice kritérií rozhodování a jejich váhy. Za zcela evidentní lze považovat tato kritéria:</p> <ul style="list-style-type: none"> - privatizační výnos - riziko neúspěchu transakce - termín získání privatizačního výnosu. <p>Nelze ovšem vyloučit, že existují další kritéria, která je v zájmu racionality rozhodovacího procesu nutno vzít v úvahu, jako např.:</p> <ul style="list-style-type: none"> - strategická stabilita ČT. <p>Na kritérium strategické stability ČT je možno pohlížet ve dvou základních rovinách:</p>	

	<p>a) <u>Potřeba strategického investora z hlediska dlouhodobé konkurenční schopnosti.</u> Telekomunikační odvětví se vyznačuje vysokou frekvencí inovací vyšších řádů, vysokou investiční náročností a v důsledku liberalizace též vysokou konkurencí. Faktory ekonomiky velkého rozsahu pak nabývají strategického významu, což může být v kontextu relativně malého lokálního trhu limitujícím aspektem dlouhodobé konkurenceschopnosti. Informace tohoto typu nemůže poskytnout privatizační poradce – investiční bankéř. Odpověď na otázku, do jaké míry potřebuje firma strategického investora (partnera) je věcí poradců z oblasti management consulting, kteří na rozdíl od investičních bankéřů mají detailní znalost strategií globálních hráčů v oboru a přímé osobní kontakty na management těchto firem.</p>	<p>Neakceptováno. Porovnání jenom s okolními zeměmi ukazuje následující: V Polsku, Maďarsku a na Slovensku jsou firmy ve vlastnictví strategických partnerů již několik let. Výsledky: vesměs ve všech hlavních ukazatelích mají horší nebo stejné výsledky jako ČT, navíc jejich dynamika změn je podstatně horší, navíc např. Slovenský Telecom doslova kopíruje transformační program ČT, Matáv se spolu s TPSA pokouší o podobný trend (dle zástupců France Telecom, se kterými v poslední době vedli zástupci managementu ČT jednání). Dlužno podotknout, že ČT měl v minulosti více než dva roky strategické investory, kteří se po uplynutí této doby svého podílu v ČT postupně zbavili, takže Vaše tvrzení se v praxi nepotvrdilo.</p>
--	--	--

	<p>V této souvislosti nelze přehlédnout, že v ČT pracuje již déle než rok fy A.T. Kearney na projektu transformace ČT, jehož cílem je odkrýt vnitřní rezervy efektivnosti. Bohužel tomuto projektu zjevně nepředcházela projekt strategie skupiny ČT, který by vedle nesporných efektů pro řízení ČT poskytl, byť neoficiální, informaci vládě o intenzitě potřeby a reálných šancích na získání strategického partnera.</p> <p>b) <u>Stabilita ČT z hlediska strategických potřeb státu</u> (sít' GOVnet, informační systémy nutné pro chod krizového řízení apod.)</p>	<p>Neakceptováno. Strategie společnosti existuje, dokonce existuje strategie skupiny. To, že materiál není dostupný vládě ani nikomu jinému, je v souladu s obchodním zákoníkem, zákonem o cenných papírech a interními předpisy společnosti. ČT stejně jako mnohé jiné společnosti nezveřejňuje, kromě vybraných ukazatelů a informací, žádné informace týkající se budoucích čísel, detailních strategií, personálních otázek atd.</p> <p>Neakceptováno. Pokud jde o krizovou infrastrukturu státu, tak její řešení je velmi jednoduché: Stát požaduje zajištění určité služby – tj. infrastruktury a zajištění dané služby je možné určit buď dohodou mezi smluvními stranami nebo příslušnými ustanoveními v telekomunikačním zákoně. Je nutné počítat s tím, že</p>
--	---	--

	<p>2. Existuje na první pohled ne příliš zřejmý, ale o to zásadnější rozpor, mezi hodnocením jednotlivých možností privatizace v důvodové zprávě a v příloze k důvodové zprávě, zpracované privatizačním poradcem. Především jde o to, že některé významné informace privatizačního poradce důvodová zpráva</p>	<p>poskytování takové služby je vždy za úhradu. Nicméně stávající návrh zákona o elektronických komunikacích předpokládá přenesení veškerých nákladů na komerční subjekt a lze úspěšně předpokládat, že každý komerční subjekt se bude maximálně bránit nést pouze náklady a nemít žádné výnosy. To znamená, že stabilita krizové infrastruktury nemá žádnou souvislost s privatizací, pouze s ekonomickými podmínkami mezi státem a poskytovatelem infrastruktury a lze v jakémkoliv modelu privatizace najít řešení, které je ekonomicky výhodné pro obě strany. Pokud jde o GOVnet, ten je součástí standardního komerčního vztahu mezi ČT a státem.</p> <p>Neakceptováno. Dostatečná argumentace názoru MF je obsažena v důvodové zprávě. MF</p>
--	---	--

	<p>neobsahuje vůbec, nebo je interpretuje nepřesně až zcela zkresleně.</p> <p>Konkrétně:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Zpráva privatizačního poradce kap. 4. „Důvody neúspěchu předcházející privatizace“. <p>Na str. 18 je uveden přehled důvodů neúspěchu předchozí privatizace z hlediska jejich vlivu na současnou situaci. Z uvedeného přehledu vyplývá, že ze 6 identifikovaných důvodů předchozího neúspěchu privatizace metodou M&A, platí nadále pouze 2, přičemž v rámci přetrvávajícího faktoru „Nejistoty v oblasti regulace“ došlo k významným pozitivním posunům (liberalizace téměř dokončena, řada regulatorních otázek vyřešena). Jak jinak interpretovat tento velmi srozumitelný přehled, než že se významným způsobem zvýšila šance na úspěch privatizace metodou M&A.</p> <ul style="list-style-type: none"> - v důvodové zprávě je jako výhoda prodeje na kapitálových trzích uvedena rychlost transakce. Toto tvrzení je přinejmenším nepřesné pokud věříme privatizačnímu poradci, když říká, že: „Podle názoru Poradců by byl prodej Podílu v jednom kroku nejspíše náročný, i přes zvýšenou likviditu akcií ČT. Vláda tak bude pravděpodobně muset zvažovat prodej části svého podílu v předběžné nabídce a zbytek podílu v následující nabídce s blokačním obdobím v trvání nejméně 6 měsíců“. 	<p>jednoduše nesouhlasí s některými názory poradce.</p> <p>Neakceptováno.</p> <p>Stále přetrvávají zásadní rozpory mezi vedením společnosti a regulátorem, viz žaloby podané vedením ČT na ČR. Jakykoliv budoucí nabyvatel (M&A) tak zcela samozřejmě zneužije této situace při pokusu o snížení ceny. Bohužel ani vedení ČT nejsou známy žádná vyřešení „nejistot v oblasti regulace“ ani skutečnost, že by došlo k významným pozitivním posunům v této oblasti.</p> <p>Neakceptováno.</p> <p>Trváme na svém tvrzení, tvrzení poradce jsou zavádějící a nepřesná. Prohlášení, že prodej jednomu zájemci je nejkratší cestou, je nepravdivé. I u několika kroků prodeje na kapitálovém trhu není podle našeho názoru (který je v rozporu s názorem poradců)</p>
--	---	---

	<p>Mají-li být informace sdělené Poradcem racionálně využity, pak výše uvedená citace znamená, že vláda může považovat prodej přes kapitálové trhy za rychlejší, než prodej předem určenému kupujícímu, ale pak musí současně významně zvýšit riziko neúspěchu transakce při tomto způsobu prodeje. Nebo naopak bude respektovat názor Poradce a rozdělí prodej na více kroků, ale pak tento způsob prodeje není rychlejší.</p> <p>- v důvodové zprávě je jako nevýhoda ECM uvedeno tvrzení: „bez podpory managementu by kapacita trhu mohla ztížit prodej v jedné transakci“. Uvedené tvrzení je nejen nesrozumitelné, ale zcela nesystémově shrnuje dvě nevýhody prodeje přes kapitálové trhy.</p> <p>Za prvé jde o to, že je značně rizikové očekávat prodej Podílu v jedné transakci bez významného dopadu na cenu, tj. problém kapacity trhu a tedy i problém rychlosti transakce (viz. výše). Za druhé jde o to, že prodej může být realizován jako (i) plně manažerským týmem ČT podporovaná nabídka, založená na prospektu, nebo (ii) jako tzv. accelerated bookbuild, tj. prodej bez přípravy transakčních dokumentů a podpory manažerského týmu. Prvou variantu lze realizovat pouze za předpokladu, že představenstvo ČT je připraveno poskytnou bankám běžné prohlášení a záruky a odškodnění v rámci dohody o úpisu nebo obdobné dohody. Pokud tomu tak není, je nutno volit druhou možnost, která má ovšem zcela zřejmé negativní dopady na realizovanou cenu.</p> <p>Shrneme-li výše uvedené, pak lze konstatovat, že prodej prostřednictvím kapitálových trhů se prakticky rozpadá na tyto varianty:</p> <p>a) prodej v jednom kroku bez podpory managementu (accelerated</p>	<p>nutné čekat šest měsíců. Doba čekání je stanovena dohodou a negociací a to bez dopadu či snížení ceny.</p> <p>Neakceptováno. Současná likvidita na trhu poskytuje reálnou možnost prodeje v jedné tranši, jakékoliv další úvahy se jeví jako irelevantní.</p> <p>Neakceptováno. Samozřejmě existuje více možností než-li čtyři zde uvedené, je však prakticky nemožné, aby vláda rozhodla o specifické transakci na kapitálových trzích protože by si tím sama podmínila cenu za akcii, navíc je velmi pravděpodobné, že klasická transakce s podporou managementu ČT v jednom kroku nebude z legálního hlediska proveditelná a tím už sám trh bude ovlivněn nerealizovatelností této transakce a cena za akcii</p>
--	---	--

	<p>bookbuild)</p> <p>b) prodej v jednom kroku s podporou managementu c) prodej ve více krocích bez podpory managementu d) prodej ve více krocích s podporou managementu.</p> <p>Z hlediska výše uvedených kritérií racionality rozhodovacího procesu má ovšem každá z uvedených variant zásadně jiné hodnocení. Fakticky to znamená, že pokud by rozhodnutí vlády o prodeji přes kapitálové trhy bylo realizováno jako <u>prodej v jednom kroku bez podpory managementu</u>, pak by vláda rozhodla, aniž by to možná tušila, o nejméně výhodné variantě, protože jde o variantu při které bude nejnižší cena, vysoké riziko, že se nepodaří prodat celý balík najednou a tudíž se prodej mimořádně protáhne.</p> <p>Je-li vládě doporučen prodej transakcí ECM, pak je nezbytné současně uvést, kterou z výše uvedených variant. S vysokou pravděpodobností lze přitom předpokládat, že představenstvo ČT neposkytne požadované záruky a že prodej ve více krocích bude pro vládu z časového hlediska nepřijatelný.</p>	<p>bude klesat. Z tohoto důvodu by vláda měla rozhodnout pouze o variantě privatizace tj. transakci na kapitálových trzích, přímém prodeji nebo poradci navrhovaném duálním způsobu. Rozhodovat o detailech transakce je z tohoto důvodu kontraproduktivní a bude pracovat proti nejvyššímu dosažitelnému výnosu. Nesouhlasíme s prohlášením, že nejlepší způsob prodeje je prodej na kapitálových trzích ve více krocích s podporou managementu. Nelze už vůbec souhlasit s prohlášením, že prodej na kapitálovém trhu bez podpory managementu v jednom kroku zaručuje absolutně nejnižší cenu a vysoké riziko, že se nepodaří prodat celý balík akcií najednou. Existuje vždy riziko, že situace na trzích se může rapidně zhoršit, ovšem samozřejmě i</p>
--	--	--

		<p>zlepšit. Nicméně poptávka je obrovská a nějakou dobu zřejmě potrvá, trh se již vypořádal s převisem nabídky nad poptávkou, což je již vyjádřeno v současné ceně – bezprostředně po zveřejnění usnesení meziresortní komise pro privatizaci cena dle očekávání poklesla, v současné době již vzrostla na původní cenu.</p> <p>Samozřejmě, že při transakci na kapitálových trzích neexistuje garance, nicméně existují analytické odhady a ty indikují, že se celý balík v jedné tranši prodat podaří za velice rozumnou cenu. Diskont, pokud k němu vůbec dojde, bude tím menší čím méně komentářů a názorů se bude v médiích objevovat a více než vyváží riziko, které by na vládu čekalo při několika krocích.</p> <p>Prohlášení, že prodej jednomu zájemci je nejkratší cestou, je nepravdivé. I u několika kroků prodeje na</p>
--	--	--

	<p>II) V zájmu všestranného posouzení navrhovaných řešení dále doporučuji do materiálu zapracovat další informace o</p> <ul style="list-style-type: none"> - obsahu a procesním stadiu žalob na stát (pokud nebyly tyto návrhy vzaty zpět) podaných akciovou společností Český Telecom z důvodu nesprávného rozhodnutí národního regulátora (Český telekomunikační úřad); případný úspěch nového nabyvatele akcií v těchto sporech by mohl v konečném efektu výrazně snížit dosažený výnos z prodeje majetkové účasti státu, a o návrh na konečný způsob řešení těchto případných nároků vůči státu ještě před privatizací tak, aby nemohly být v budoucnu novými nabyvateli podílu státu vůči státu vzneseny, 	<p>kapitálovém trhu není podle našeho názoru (který je v rozporu s názorem poradců) nutné čekat šest měsíců. Doba čekání je stanovena dohodou a negociací a to bez dopadu či snížení ceny. K otázce rychlosti lze připomenout z poslední doby privatizace např. Unipetrolu či poslední pokus o ČT.</p> <p>Neakceptováno. Dohoda s budoucím nabyvatelem není v praktické rovině možná, neboť ČT má povinnost chránit zájmy všech, i minoritních akcionářů. Není tedy možné předpokládat jakoukoliv dohodu a opominout zájmy minoritních akcionářů. Pokud nedojde k uspokojení oprávněných nároků společnosti, tak nelze požadovat po ČT, aby</p>
--	---	---

	<ul style="list-style-type: none"> - stížnostech a podáních některých alternativních operátorů (např. TELE 2) podaných k Evropské komisi, - předpokládaném nabytí účinnosti nového regulačního rámce v oblasti telekomunikací (zákon o elektronických komunikacích), který je jedním z důležitých kritérií (s vlivem na cenu) posuzování míry konsolidace zájmového telekomunikačního trhu budoucími investory, včetně vymezení podmínek pro poskytování univerzální služby, - analýze rizik společnosti (ekonomických, finančních, právních) v období privatizace a její pravidelné aktualizaci, 	<p>podané žaloby vzal zpět bez toho aniž by se společnost a její statutární zástupci vystavili možnému majetkovému a trestnímu postihu. Navíc žádný budoucí nabyvatel se předem nemůže vzdát svých příštích nároků. V tomto ohledu je opět irelevantní, jakou variantou bude podíl privatizován.</p> <p>Neakceptováno. Legálním způsobem nelze získat znění těchto stížností a podání.</p> <p>Neakceptováno. To je dáno návrhem zákona, který neodpovídá direktivám EU a hrozí, že EU bude požadovat nápravu stavu změnou zákona po jeho přijetí, neboť se v současné podobě zdá být neodpovídající požadavkům EU.</p> <p>Neakceptováno. Veškeré dostupné analýzy (založené na datech</p>
--	--	---

	<ul style="list-style-type: none"> - riziku zániku Fondu národního majetku ještě před ukončením privatizace z důvodu možné délky trvání schvalovacího procesu Evropskou komisí při variantě přímého prodeje jednomu zájemci ve veřejném výběrovém řízení; tyto případné dopady nejsou v návrhu harmonogramu zapracovány, - procentním vyjádření výše podílu jednotlivých minoritních akcionářů tak, aby vláda měla jistotu, že zde není menšinový akcionář (případně několik menšinových akcionářů), který by mohl při variantě přímého prodeje jednomu zájemci ve veřejném výběrovém řízení prodej akcií blokovat uplatněním svého předkupního práva, - základních parametrech a smluvních podmínkách, na kterých bude stát trvat, v případě přímého prodeje jednomu zájemci ve veřejném výběrovém řízení, včetně rámcového vymezení předpokládaných požadavků budoucího kupujícího na záruky či odškodnění v rámci smluvních ujednání, které stát ještě může akceptovat, 	<p>získaných z veřejně dostupných zdrojů) jsou obsaženy v příloze IIb) předkládaného materiálu.</p> <p>Neakceptováno. Týká se pouze M&A transakce, a ani u té se nepředpokládá, že potrvá déle než do konce roku 2005.</p> <p>Neakceptováno. Nelze zajistit. Minoritní akcionář může blokovat cokoliv, kdykoliv – stačí podávat žaloby na neplatnost valných hromad, usnesení valných hromad, svolávat mimořádné valné hromady atd. Ve velice krátkém časovém úseku se výše podílů minoritních akcionářů mohou měnit.</p> <p>Neakceptováno. Naprostý předčasný požadavek. V případě varianty M&A bude vláda rozhodovat ještě v několika dalších usneseních o všech uvedených parametrech a</p>
--	---	--

	<ul style="list-style-type: none"> - návrhu zvýšených kontrolních opatření a opatření krizového řízení a řízení rizik v předprivatizačním období ve vztahu k managementu společnosti, - návrhu dalších případných řešení (nad rámec návrhu poradce státu) pro prodej akcií v jedné transakci při variantě prodeje na kapitálových trzích, s cílem eliminovat reálnou tržní ztrátu z prodeje druhého balíku akcií ve druhém kole, - případné možnosti, že stát si ponechá minoritní podíl nezbytný ke svolání valné hromady (např. 10 %) pro případ zabezpečení strategických zájmů státu v oblasti telekomunikací, např. v rámci vládou schválené rámcové smlouvy o poskytování služeb komunikační infrastruktury státní správě, jejím zabezpečení a ochraně, a to i ve vztahu přenosu dat z Evropské unie na jednotlivé ústřední orgány státní správy, 	<p>podmínkách. Upozorňujeme na nemožnost vzdání se budoucích nároků, přestože bude obsažen ve smlouvě, nebude právně vymahatelný z důvodu rozporu se zákonem.</p> <p>Neakceptováno. Krizové řízení a řízení rizik je zajištěno dostatečně.</p> <p>Neakceptováno. Ničím nepodložený mylný předpoklad, neboť jakákoliv transakce na kapitálovém trhu je závislá na aktuální situaci na trhu.</p> <p>Neakceptováno. Neexistuje žádný reálný důvod nebo výhoda, pro kterou by si stát měl ponechávat jakékoliv procento vlastnictví akcií v ČT. Naopak se to jeví jako nevýhoda, neboť při jakémkoliv procentu akcií ponechaných ve vlastnictví státu investoři budou logicky předpokládat, že</p>
--	--	--

	<p>- případně variantě ponechání si určitého podílu státu ve společnosti Eurotel, která je v poslední době překapitalizována (dosahuje ročně cca 7</p>	<p>v relativně krátkém časovém období se stát těchto akcií bude zbavovat, a tudíž tato skutečnost vyvolá další naprosto zbytečný „overhang“ a bude mít tedy negativní dopad na současnou cenu. Pokud by z jakéhokoliv důvodu se stát rozhodl určité procento akcií si ve svém vlastnictví přes shora uvedené argumenty ponechat, aby se zabránilo negativnímu dopadu na současnou cenu, je nezbytně nutné před uzavřením objednacích knih udělat závazné prohlášení, že stát si hodlá ponechat tento podíl ve svém vlastnictví, že jej nebude po určitou dobu (např. 3, 5, 8 let) v žádném případě prodávat. Toto je jediný možný způsob, jak eliminovat jinak nevyhnutelný negativní dopad na současnou cenu.</p> <p>Neakceptováno. Při současné struktuře společnosti neexistuje</p>
--	--	--

	mld. Kč čistého zisku, který v současné době realizuje formou dividendové politiky).	transakce, jak toto zajistit bez zásadního zdržení celé privatizace.
Ministerstvo vnitra	Bez připomínek	
1. místopředseda vlády a ministr práce a sociálních věcí	Bez připomínek	
Ministerstvo zahraničních věcí	Bez připomínek	

Připomínkové místo	Preference
Ministerstvo životního prostředí	Varianta č. 1
Ministerstvo zdravotnictví	Varianta č. 1
Ministerstvo kultury	Varianta č. 1
Vedoucí Úřadu vlády	Varianta č. 1
Ministerstvo spravedlnosti	Varianta č. 1
Ministerstvo dopravy	Varianta č. 1
Místopředseda vlády pro ekonomiku	Varianta č. 1
Ministerstvo obrany	Varianta č. 1
Ministerstvo zemědělství	Varianta č. 1
Ministerstvo vnitra	Varianta č. 1
1. místopředseda vlády a ministr práce a sociálních věcí	Varianta č. 1
Ministerstvo zahraničních věcí	Varianta č. 1
Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy	Varianta č.2
Ministr průmyslu a obchodu	Varianta č. 2
Ministerstvo spravedlnosti	Varianta č.2, případně 3
Ministerstvo pro místní rozvoj	Varianta č. 3, případně odložení privatizačního procesu
Ministr a předseda Legislativní rady vlády	Není jasné, ke které variantě se přiklání.
Ministerstvo informatiky	Není jasné, ke které variantě se přiklání.
ČNB	Není jasné, ke které variantě se přiklání