

TDC A/S
Nørregade 21
0900 København C

Afgørelse om fastsættelse af WACC i forbindelse med omkostningsdokumentation af priserne i TDC's standardtilbud

Sagsfremstilling

TDC leverer en række samtrafikprodukter, der er underlagt priskontrol efter historiske omkostningers metode. TDC skal i den forbindelse anvende en rimelig forrentning af den investerede kapital. Denne fastsættes af IT- og Telestyrelsen ud fra WACC-metoden.

IT- og Telestyrelsen traf første gang, den 22. december 2006 afgørelse om fastsættelse af WACC til brug for omkostningsdokumentation 2005 af priser i TDC's standardtilbud.

Ved brev af 30. november 2007 har TDC kommenteret på styrelsens fastsættelse og desuden anmodet om, at styrelsen sender sin fastsættelse af WACC i høring inden den fastsættes endeligt. TDC har desuden tidligere anmodet om at WACC'en fastsættes senest primo maj.

IT- og Telestyrelsen sendte den 26. februar 2008 udkast til nærværende afgørelse i høring. TDC har kommenteret på udkastet ved notat af 4. april 2008 om Credit Default Swaps (CDS).

Lovgrundlag

IT- og Telestyrelsen har med hjemmel i telelovens¹ § 84a gennemført markedsundersøgelser på marked 1-18 med henblik på at træffe afgørelser på de respektive markeder.

IT- og Telestyrelsen har i medfør af §§ 51 og 84d i teleloven truffet afgørelse på engrosmarked for fastnetaccess (marked 8), engrosmarked for fastnetterminering (marked 9), engrosmarked for ubundet adgang (marked 11), engrosmarked for bredbåndstilslutninger (marked 12), engrosmarkedet for terminerende segmenter af faste kredsløb (marked 13) og engrosmarked for mobilterminering (marked 16) på hvilke TDC er udpeget som udbyder med stærk markedsposition. Som følge af den stærke markedsposition er TDC, med hjemmel i telelovens § 51, pålagt en række forpligtelser.

6. maj 2008

IT- og Telestyrelsen

Holsteinsgade 63
2100 København Ø
Telefon 3545 0000
Telefax 3545 0010
E-post itst@itst.dk
Netsted www.itst.dk

Sagsbehandler

Frederik Geneser
Telefon 3545 0298
Telefax 3545 0013
E-post fge@itst.dk

Sagsnr. 07-029419
Dok nr. 488391
Side 1/7

¹ Lovbekendtgørelse nr. 780 af 28. juli 2007 om konkurrence- og forbrugerforhold på telemarkedet.

På marked 8, 9, 11, 12 og 13 er TDC pålagt en forpligtelse om priskontrol efter blandt andet historiske omkostningers metode (HO-metoden), jf. telelovens § 51, stk. 3, nr. 5, jf. § 51f, stk. 5, nr. 1. HO-metoden finder primært anvendelse på accessoriske delelementer vedrørende samhusning og tilknyttede faciliteter, som ikke er omfattet af IT- og Telestyrelsens årlige afgørelse vedrørende fastsættelse af maksimale LRAIC-priser.

HO-metoden er beskrevet i telelovens § 51f, stk. 7, som ændret ved lov nr. 1427 af 21. december 2005:

”Stk. 7. Ved anvendelse af den i stk. 5, nr. 1, nævnte prisfastsættelsesmetode [HO-metoden] kan den samlede pris for et samtrafikprodukt maksimalt udgøre en forholdsmæssig andel af omkostninger på den del af nettet, der anvendes til at gennemføre samtrafikken, samt de ekstra omkostninger ved at gennemføre samtrafikken, herunder en rimelig forrentning af den investerede kapital, jf. § 51f, stk. 3.”

Kravet om en rimelig forrentning af den investerede kapital er uddybet i § 51, stk. 3:

”IT- og Telestyrelsen skal ved opstilling af krav, jf. stk. 1, tage hensyn til partens investeringer og lade parten få en rimelig forrentning af den relevante investerede kapital under hensyn til de risici, der er forbundet hermed.”

Om fastsættelse af den anvendte forrentningssats følger det af bemærkningerne til § 6 i lov nr. 1427 af 21. december 2005 om den gældende bestemmelse i telelovens § 51, stk. 7, at:

”Den anvendte forrentningssats fastlægges af IT- og Telestyrelsen ud fra WACC-metoden. Det er almindelig praksis hos andre teleregulatorer i EU og hos regulatorer af forsyningsvirksomheder i Danmark at anvende WACC-metoden.”

IT- og Telestyrelsens vurdering

WACC'en beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times r_E + \frac{D}{D + E} \times r_D \times (1 - \tau_c)$$

Hvor:

E = Graden af fremmedkapital

D = Graden af egenkapital

r_E = Forrentningen af egenkapitalen

r_D = Forrentningen af fremmedkapitalen

τ_c = Skattesatsen

Vægten af egen- og fremmedkapital

Vægtningen af hhv. egen- og fremmedkapital kan enten baseres på bogførte værdier eller markedsværdier. TDC har ved brev af 30. november 2007 argumenteret for anvendelse af markedsværdier med det argument, at det er almen praksis i den finansielle verden.

Det fremgår af TDC's årsrapport 2007, at det gennemsnitlige antal aktier er 198.375.177. TDC-aktien sluttede, jf. Fondsbørsens oplysninger, året i kurs 277. Dette giver en markedsværdi af egenkapitalen på kr. 54,95 mia. kr. ved årets afslutning.

Bruges den bogførte værdi af TDC's forpligtelser som estimat for markedsværdien af forpligtelserne, kan det af årsrapporten ses, at TDC's forpligtelser ved 2007's afslutning udgjorde kr. 69,1 mia. Andelen af egen- og fremmedkapital baseret på markedsværdier er således beregnet til hhv. 44 og 56 pct.

Alternativt kan man vælge at anvende de bogførte værdier. For denne opgørelsesmetode taler, at det er de bogførte værdier, som danner udgangspunktet for prisreguleringen af TDC efter historiske omkostningers metode. Det følger således af IRG's "Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation" at,

IT- og Telestyrelsen

Side 3/7

"In the view of IRG, the level of gearing should be determined using a method consistent with the relevant cost base..."

Andelen af egen- og fremmedkapital baseret på de bogførte værdier er hhv. 5 og 95 pct. På baggrund af selskabsskattelovens² regler om begrænsning af fradrag for renteudgifter til kontrolleret gæld, anvendes en gearing på 80 pct.

Forretningen af egenkapital

Forretningen af egenkapitalen beregnes ved hjælp af den såkaldte Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$R_E = r_f + (r_M - r_f) \times \beta_{gæret}$$

Hvor:

r_f = den risikofri rente

$r_M - r_f$ = markedsrisikopræmien

$$\beta_{gæret} = \beta_{ugæret} \times \left(1 + (1 - \tau_c) \times \frac{D}{E} \right)$$

Som mål for den risikofri rente er det IT- og Telestyrelsen vurdering, at det er mest korrekt at anvende den gennemsnitlige rente på en 10-årig dansk statsobligation. IT- og Telestyrelsen anvender i den forbindelse data fra Nationalbankens Statistikbank.

² LBK nr. 1037 af 24. august 2007 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v.

Det er IT- og Telestyrelsens vurdering, at der ved estimeringen af den risikofri rente som udgangspunkt skal anvendes samme periode, som de øvrige omkostninger i forbindelse med omkostningsdokumentationen relaterer sig til. Det vil sige, at udgangspunktet er, at den risikofri rente skal baseres på en estimeringsperiode, der, for omkostningsdokumentationen for 2007, løber fra januar 2007 til og med december 2007.

IT- og Telestyrelsen har imidlertid, for at sikre en vis stabilitet i de omkostningsregulerede priser, vurderet, at det ved fastsættelsen af WACC'en i relation til HO-metoden konkret vil være hensigtsmæssigt at basere den risikofri rente på en længere estimeringsperiode end udgangspunktet på de 12 måneder. Styrelsens ønske om stabilitet i de regulerede priser kan genfindes i forbindelse med arbejdet med LRAIC-metoden.

IT- og Telestyrelsen har derfor vurderet, at det vil være mest hensigtsmæssigt, såfremt estimeringsperioden i sager om historiske omkostninger baseres på omkostningerne i det relevante regnskabsår frem til afleveringen af omkostningsdokumentationen det følgende år. Som følge af ønsket fra TDC om, at WACC'en fastsættes senest primo maj vil estimeringsperioden dog slutte tidligere. Dette vil i praksis betyde, at estimeringsperioden løber fra januar 2007 frem til og med det tidspunkt i 2008, hvor den endelige afgørelse om fastsættelse af WACC'en udsendes. I denne konkrete afgørelse slutter estimeringsperioden 30. april 2008. Den gennemsnitlige rente i denne periode var 4,24 pct.

IT- og Telestyrelsen

Side 4/7

IT- og Telestyrelsen har ved vurderingen af markedsrisikopræmiens størrelse blandt andet taget udgangspunkt i omfattende analyse af afkast på investeringer i perioden 1900-2000.³ Analysen viser, at Danmark er et af de lande i verden, hvor markedsrisikopræmien, målt som det aritmetiske gennemsnit, er lavest. Målt i forhold til bonds⁴, er markedsrisikopræmien således 3,3 pct.

Derudover fastsatte IT- og Telestyrelsen i 2002, i forbindelse med arbejdet med LRAIC fastnet-modellen, markedsrisikopræmien til 3,75 pct. Denne fastsættelse var baseret på en række analyser af markedsrisikopræmien foretaget af blandt andet Andersen og Ernst & Young.⁵

Endeligt har Energitilsynet anvendt en markedsrisikopræmie på 3,75 pct. i forbindelse med fastsættelse af forrentningssatser for 2005.⁶

Det er på den baggrund IT- og Telestyrelsens vurdering, at der skal anvendes en markedsrisikopræmie på ikke over 3,75 pct.

³ Dimson, Marsh and Staunton: "Triumph of the Optimist: 101 Years of Global Investment Returns". Princeton University Press 2002.

⁴ Bonds defineres i undersøgelsen som "long-term default-free government bonds". Den danske pendant hertil er 10-årige statsobligationer.

⁵ Jf. side 28 i IT- og Telestyrelsens "Rapport om hybridmodellen" fra december 2002.

⁶ Energitilsynets afgørelse af 29. august 2005: "Indtægtsrammeregulering af naturgasdistributionselskaberne – fastsættelsen af forrentningssatser for 2005 samt udmelding af indtægtsrammer for 2005."

I forbindelse med arbejdet med LRAIC fastnet-modellen blev den ugearede beta i 2002 fastsat til 0,8. Denne fastsættelse skete blandt andet ved at sammenligne TDC med det amerikanske S&P 500-indeks. Ved den efterfølgende opdatering af modellen i 2005 blev der ligeledes anvendt en ugearet beta på 0,8. Det er IT- og Telestyrelsens vurdering, at der ikke er grundlag for at ændre ved dette, hvorfor der ved fastsættelse af WACC'en skal anvendes en ugearet beta på 0,8.

Forrentningen af fremmedkapital

Forrentningen af fremmedkapitalen beregnes som den risikofri rente med tillæg af kreditpræmien:

$$r_D = r_f + \text{kreditrisikopræmien}$$

Den risikofri rente estimeres som ovenfor beskrevet.

IT- og Telestyrelsen

Det er IT- og Telestyrelsens opfattelse, at der såvel i forbindelse med fastlæggelsen af gearingen som kreditrisikopræmien kan tages udgangspunkt i enten 1) en teoretisk betragtning, hvori der anvendes en optimal/markedsræssig gearing, eller 2) TDC's faktiske rente og faktiske, bogførte kapitalstruktur.

Side 5/7

Ad 1) IT- og Telestyrelsen har hidtil i LRAIC-sammenhæng anvendt en kreditrisikopræmie på 1,00-1,50 pct. ved en gearing på 35-50 pct. Denne kreditrisikopræmie stemmer overens med data fra en række andre europæiske lande, jf. figuren på side 10 i IRG-rapporten "Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation", februar 2007⁷.

Ad 2) IT- og Telestyrelsen har foretaget en vurdering af en relevant kreditrisikopræmie for TDC og har i den forbindelse noteret sig, at forskellen mellem renten på den 10-årige statsobligation og TDC's renteomkostninger tidligere har udgjort i størrelsesordenen 2 pct.⁸ Forskellen er i 2008 vokset til ca. 2,7 pct. opgjort ud fra TDC's regnskaber.

TDC har i selskabets notat af 4. april 2008 argumenteret for brugen af såkaldte Credit Default Swaps (CDS) ved fastsættelsen af kreditrisikopræmien. En CDS er et finansielt instrument, med hvilket ejeren af en obligation sikrer sig mod tab i tilfælde af obligationsudstederens konkurs. Den pris (præmien), som ejeren af obligationen skal betale for denne tabsafdækning, afhænger af markedets vurdering af obligationsudstederens kreditrisiko.

⁷ http://www.erg.eu.int/doc/publications/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf

⁸ Ifølge regnskabsnoten vedr. finansielle instrumenter i TDC's 2004 og 2005-regnskab, udgjorde den gennemsnitlige rente ultimo årene hhv. 5,50 pct. og 5,65 pct. hvilket sammenlignet med den 10-årige statsobligationsrente indikerer en kreditpræmie på hhv. 1,62 pct. og 2,25 pct. Opgjort ud fra TDC's regnskaber, ved at sætte TDC's finansielle poster i forhold til den nettorentebærende gæld, kan forskellen opgøres til ca. 2,3 pct. i perioden 2004-2006.

TDC har i notatet anvendt markedets kreditvurdering af Nordic Telephone Company Holding (NTCH), som er TDC's hovedaktionær. Det er i midlertid IT- og Telestyrelsens vurdering, at det er TDC's kreditrisiko, som skal afspejles i fastsættelsen af fremmedkapitalens forrentning, på samme måde som det er TDC's kapitalstruktur, som anvendes i beregningen af forholdet mellem egen- og fremmedkapital. Dette giver en kreditrisikopræmie på 2,59 pct.

Med udgangspunkt i den i note syv nævnte IRG rapport og i den økonomiske analyse i IT- og Telestyrelsens strategiske eftersyn af teleregulering⁹, har IT- og Telestyrelsen estimeret kreditrisikopræmien ved en gældandel på 80 pct. til ca. 2,6 pct.

Det er på denne baggrund styrelsens vurdering, at kreditrisikopræmien ved en sådan gældsandel på 80 pct. må udgøre 2,6 pct.

Skattesatsen

Den anvendte skattesats er den danske selskabsskattesats, som er 25 pct.

IT- og Telestyrelsen

Side 6/7

På baggrund af ovenstående har IT- og Telestyrelsen beregnet WACC'en under følgende forudsætninger:

Parameter	Scenarium 1	Scenarium 2
E	0,5	0,20
D	0,5	0,80
Kreditrisikopræmien	1,5 %	2,6 %
τ_c	25 %	25 %
$\beta_{\text{ugæret}}$	0,8 %	0,8
Markedsrisikopræmien	3,75 %	3,75 %
Den risikofri rente	4,24 %	4,24 %
WACC før skat	9,2 %	9,8 %

I scenarium 1 er WACC'en beregnet ved anvendelse af de parametre, som anvendes i forbindelse med LRAIC-fastnet, dvs. en optimal/efficient operatørs WACC.

I scenarium 2 anvendes de bogførte værdier af TDC's egenkapital og fremmedkapital samt den af IT- og Telestyrelsen estimerede og TDC beregnede kreditrisikopræmie.

De i scenarium 1 og 2 valgte gearinger udgør de to yderpunkter i det gearingsinterval, som efter styrelsens vurdering kan anvendes ved beregningen af WACC'en.

⁹ <http://www.itst.dk/samtrafikregulering/publikationer/strategisk-eftersyn-af-telereguleringen>

Styrelsen beregninger viser, at et middelscenarium vil give en WACC, som cirka ligger midt mellem resultatet i scenarium 1 og 2.

På denne baggrund har styrelsen valgt en værdi på 9,5 pct. Det bemærkes, at styrelsens sidste år baserede fastsættelsen af WACC'en på to tilsvarende scenarier.

ooo0ooo

IT- og Telestyrelsens afgørelse

Med udgangspunkt i IT- og Telestyrelsens afgørelser på marked 8, 9, 11, 12 og 13, hvori TDC er pålagt en forpligtelse om priskontrol efter historiske omkostningers metode jf. § 51f i lovbekendtgørelse nr. 780 af 28. juli 2007 om konkurrence- og forbrugerforhold på telemarkedet (teleloven) træffer IT- og Telestyrelsen i henhold til telelovens § 51f, stk. 7, følgende

IT- og Telestyrelsen

AFGØRELSE:

Side 7/7

Ved fastsættelsen af omkostningsgrundlaget for priserne på de produkter og ydelser, som i medfør af IT- og Telestyrelsens afgørelser på marked 8, 9, 11, 12 og 13 er underlagt priskontrol efter historiske omkostningers metode, skal TDC for regnskabsåret 2007 anvende en forrentningssats på 9,5 pct.

Klagevejledning

Denne afgørelse kan i medfør af telelovens § 101, stk. 1, nr. 7, påklages til Teleklagenævnet, sekretariatet for Teleklagenævnet, Bredgade 43, 1260 København K. Klagen skal i givet fald indgives skriftligt inden 4 uger efter, at denne afgørelse er meddelt selskabet.

Opmærksomheden henledes på, at der i medfør af bekendtgørelse nr. 569 af 18. juni 2004 om Teleklagenævnets virksomhed skal betales et gebyr på 4.000 kr. for behandling af klager af denne type i Teleklagenævnet. Beløbet vil blive opkrævet af Teleklagenævnets sekretariat.

Med venlig hilsen

Frederik Geneser
Fuldmægtig