

TDC A/S
regulering@tdc.dk

Fremsendes alene via e-mail

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.

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.

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 derudover 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:

"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

30. april 2009

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
Jonas Østrup

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

Sagsnr. 07-029419
Dok nr. 488391
Side 1/9

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

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 § 51f, 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 Telestyrelsen

Side 2/9

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 tidligere argumenteret for anvendelse af markedsværdier med det argument, at det er almen praksis i den finansielle verden.

Markedsværdi

Det fremgår af TDC's årsrapport 2008, at det gennemsnitlige antal aktier er 198.375.177. TDC-aktien sluttede, jf. Fondsbørsens oplysninger, året i kurs 231,22. Dette giver en markedsværdi af egenkapitalen på kr. 45,87 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 2008's afslutning udgjorde kr. 63,24 mia. Andelen af egen- og fremmedkapital baseret på markedsværdier er således beregnet til hhv. 42 og 58 pct.

Bogført værdi

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,

"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. 16 og 84 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):

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

Hvor:

r_f = den risikofri rente

$r_M - r_f$ = markedsrisikopræmien

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

Risikofri rente

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 2008, løber fra 1. januar 2008 til og med december 2008.

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.

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 i god tid inden fristen for indlevering af omkostningsdokumentationen vil estimeringsperioden dog slutte tidligere. Dette vil i praksis betyde, at estimeringsperioden løber fra januar 2008 frem til og med det tidspunkt i 2009, hvor den endelige afgørelse om fastsættelse af WACC'en udsendes. I dette konkrete udkast til afgørelse slutter estimeringsperioden den 24. april 2009. Den gennemsnitlige rente i denne periode var 4,10 pct.

IT- og Telestyrelsen

Side 4/9

TDC har i sit høringssvar af 17. april 2009 (herefter høringssvaret) givet udtryk for, at selskabet mener at det vil være mere korrekt at anvende en 10-årig SWAP rente i stedet for renten på en 10-årig statsobligation, da kreditrisikopræmien baserer sig på de historiske spreads på TDC's CDS.

IT- og Telestyrelsen skal bemærke, at TDC i forbindelse med WACC afgørelsen af 6. maj 2008 ligeledes fremførte et argument om at TDC's kreditrisikopræmie skal baseres på CDS. Styrelsen fandt dog ikke, at TDC's bemærkninger gav anledning til at basere TDC's kreditrisikopræmie på CDS.

Det er styrelsens opfattelse, at det er almen praksis at anvende en statsobligation som mål for den risikofrie rente, idet risikoen for at staten ikke kan tilbagebetale sin gæld er minimal. Styrelsen er ikke bekendt med lande i EU, der anvender den 10-årige SWAP rente som estimat for den risikofrie rente i forbindelse med WACC-beregninger.

Det er yderligere styrelsens vurdering, at det er konservativt at anvende den gennemsnitlige rente på en 10-årig dansk statsobligation, eftersom der kan argumenteres for at anvende den gennemsnitlige rente på en f.eks. 1-årig dansk statsobligation, der har en lavere rente.

IT- og Telestyrelsen har derfor ikke fulgt TDC's anbefaling på dette punkt.

Markedsrisikopræmie

IT- og Telestyrelsen har ved vurderingen af markedsrisikopræmiens størrelse blandt andet taget udgangspunkt i en 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.

IT- og Telestyrelsen

TDC fremfører i høringssvaret, at selskabet som følge af den finansielle krise ikke finder det retvisende at anvende en markedsrisikopræmie på 3,75 pct. Markedsrisikopræmien bør i stedet fastsættes til 4,25 pct.

Side 5/9

Det er IT- og Telestyrelsens vurdering, at markedsrisikopræmien skal beregnes over en så lang periode som muligt, således at indflydelsen fra enkelte år med særlig volatilitet mindskes. Styrelsen har derfor fastholdt en markedsrisikopræmie på ikke over 3,75 pct.

Beta-værdi

I forbindelse med arbejdet med LRAIC fastnet-modellen blev den ugearede beta i afgørelsen af 31. oktober 2008 fastsat til 0,5. Denne fastsættelse skete blandt andet på baggrund af beregninger af TDC's beta-værdi i forhold til to markedsindeks, samt sammenligninger med udenlandske teleselskabers beta-værdi. Det er på denne baggrund IT- og Telestyrelsens vurdering, at det vil være retvisende, at anvende en ugearet beta på 0,5 ved fastsættelse af WACC'en.

TDC fremfører, at formlen udarbejdet af Modigliani og Miller, som IT- og Telestyrelsen anvender til at beregne den gearede beta-værdi, ikke er velegnet. I stedet skal Harris & Pringles tilgang, hvor skattesatsen ikke inddrages, anvendes.

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."

IT- og Telestyrelsen skal indledningsvist bemærke, at styrelsen i den nævnte afgørelse fra oktober 2008 har benyttet Modigliani og Miller formlen til at beregne den ugearede beta-værdi på baggrund af en observerede (gearede) beta-værdi.

Da styrelsen således har benyttet den observerede gearede beta-værdi til beregning af den ugearede beta-værdi, er det styrelsens opfattelse, at det ikke vil være konsistent at bruge formlen som forslået af TDC til at beregne den gearet beta-værdi.

Styrelsen skal i den forbindelse bemærke, at begge formler kan anvendes. Flertallet af regulatorer i EU benytter imidlertid Modigliani og Miller formelen⁷.

Styrelsen vil i fremtiden analysere nærmere om der kan være fordele ved at benytte Harris & Pringles tilgang.

TDC fremfører yderligere, at estimatet for den ugearede beta-værdi på 0,5 er for lav. På baggrund af en peer-group måling, er det TDC's opfattelse at den ugearede beta-værdi bør fastsættes til 0,6.

IT- og Telestyrelsen

Side 6/9

IT- og Telestyrelsen skal bemærke, at styrelsen i forbindelse med LRAIC fastnet afgørelsen af 31. oktober udførte en grundning analyse af TDC's ugearede beta-værdi. I analysen indgik blandt andet en sammenligning af betaværdier for flere internationale teleselskaber, hvoraf mange af selskaberne ligeledes er repræsenteret i den af TDC oplyste peer-group. Den gennemsnitlige beta-værdi i styrelsens analyser ligger meget tæt den gennemsnitlige beta-værdi oplyst i TDC's hørings-svar.⁸ Det er således styrelsens vurdering, at TDC oplysninger allerede er behandlet i notatet om måling af en betaværdi for fastnetaktiviteter.

Styrelsen finder det på baggrund fortsat korrekt og i overensstemmelse med et forsigtighedsprincip at anvende en aktivbetaværdi på 0,50.⁹

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.

Det er IT- og Telestyrelsens opfattelse, at fastlæggelsen af kreditrisikopræmien kan tages udgangspunkt i enten 1) en teoretisk betragtning, hvori der anvendes en optimal/markedsmæssig gearing, 2) TDC's faktiske rente og faktiske bogførte rentebærende nettogæld eller 3) et estimat af risikopræmien med en gearing på 80

⁷ ERG Regulatory Accounting in Practice september 2008

⁸ Det skal bemærkes, at skattesatsen ikke indgår i TDC beregninger.

⁹ Notat om måling af en betaværdi for fastnetaktiviteter findes på:

<http://www.itst.dk/samtrafikregulering/telepriser-pa-engrosniveau/lraic/lraic-priser/fastnet/resolveuid/70f8889ee20aaf98fb7b4844d6574fcd>

pct. på baggrund af selskabsskattelovens regler om begrænsning af fradrag for renteudgifter.

Ad 1) IT- og Telestyrelsen har hidtil i LRAIC-sammenhæng anvendt en kreditrisikopræmie på 1,2-1,6 pct. ved en gearing på 20-45 pct.

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 har udgjort i størrelsesordenen 2 pct.

Ad 3) Med udgangspunkt i IRG rapport "Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation", februar 2007¹⁰ og i den økonomiske analyse i IT- og Telestyrelsens strategiske eftersyn af teleregulering¹¹, 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.

IT- og Telestyrelsen

Side 7/9

TDC fremfører, at IT- og Telestyrelsen i afgørelsen har vurderet – med udgangspunkt i IRG rapporten "Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation" fra februar 2007, at der er grundlag for en kreditrisikopræmie for TDC's aktuelle kapitalstruktur (D/E = 58/42) på 2 %. På baggrund af udviklingen i ITRX indekset over de højst ratede Europæiske selskabers CDS i forhold til den 10-årig SWAP rente, konkluderer TDC, at IT- og Telestyrelsen ikke kan basere kreditrisikopræmien på IRG rapportens tal fra 2006, da disse er forældede.

TDC fremfører yderligere, at IT- og Telestyrelsen i afgørelse af 6. maj 2008 har vurderet, at det bør være CDS for TDC, der anvendes til estimering af TDC's låneomkostninger, og at CDS ligeledes skal danne grundlag for TDC's kreditrisikopræmie i nærværende afgørelse.

IT- og Telestyrelsen skal indledningsvist oplyse, at styrelsen i afgørelse af 6. maj 2008 ikke anvendte CDS som estimat for TDC's låneomkostninger. Ligeledes skal IT- og Telestyrelsen bemærke, at styrelsen ikke har anvendt IRG rapporten til fastsættelse af kreditrisikopræmien for TDC's aktuelle kapitalstruktur (D/E = 58/42).

¹⁰ http://www.erg.eu.int/doc/publications/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf

¹¹ <http://www.itst.dk/samtrafikregulering/publikationer/strategisk-eftersyn-af-telereguleringen>

Det forhold at ITRX indekset er steget i 2008, indikerer at kreditrisikopræmien for virksomheder generelt er steget. Dette har dog kun indflydelse på TDC's låneomkostninger, såfremt selskabet har optaget lån i perioden. I forbindelse med omkostningsdokumentation af priserne i TDC standardtilbud, er det IT- og Telestyrelsens opfattelse, at det er relevant at vurdere TDC's faktiske låneomkostninger.

IT- og Telestyrelsen har derfor foretaget en revideret vurdering af TDC's faktiske låneomkostninger. Det fremgår af Bloomberg, at TDC har udstedt en virksomheds obligation med effektiv rente på 7,43 pct. Dette giver en kreditrisikopræmie på ca. 3,3 pct.

Denne obligation udgør imidlertid kun en del af TDC's samlede gæld. Det er på den baggrund styrelsens vurdering, at TDC's faktiske gældsomkostninger må ligge et sted imellem ca. 2 pct. som beregnet på baggrund af TDC's regnskaber, og 3,3 pct. som beregnet på baggrund af TDC udstedte obligation. Det er på denne baggrund styrelsens vurdering, at der er belæg for at fastsætte kreditrisikopræmien til 2,4 pct. for TDC's faktiske kapitalstruktur.

Styrelsen skønner på den baggrund at risikopræmien med en gearing på 80 pct. er steget til ca. 3 pct.

Skattesatsen

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

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

Parameter	Scenarium 1	Scenarium 2	Scenarium 3
E	0,55	0,42	0,20
D	0,45	0,58	0,80
Kreditrisikopræmien	1,6 %	2,4 %	3,0 %
τ_c	25 %	25 %	25 %
β_{ugearet}	0,5	0,5	0,5
Markedsrisikopræmien	3,75 %	3,75 %	3,75 %
Den risikofri rente	4,16 %	4,16 %	4,16 %
WACC før skat	7,86 %	8,20 %	8,77 %

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 markedsværdien af TDC's egenkapital og den bogførte værdi af fremmedkapital samt TDC faktiske kreditrisikopræmie.

I scenarium 3 anvendes de bogførte værdier af TDC's egenkapital og fremmedkapital samt den af IT- og Telestyrelsen estimerede kreditrisikopræmie.

De i scenarium 1 og 3 valgte gearinger udgør de to yderpunkter i det gearingsinterval, som efter styrelsens vurdering kan anvendes ved beregningen af WACC'en.

Styrelsens beregninger viser, at et middelscenarium vil give en WACC, som cirka er på niveau med scenarium 2.

På denne baggrund har styrelsen valgt en værdi på 8,2 pct. Det bemærkes, at styrelsen sidste år baserede fastsættelsen af WACC'en på 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 lovebekendtgørelse 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

Side 9/9

AFGØRELSE:

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 2008 anvende en forrentningsssats på 8,2 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 Teleklagenavnets virksomhed skal betales et gebyr på 4.000 kr. for behandling af klager af denne type i Teleklagenævnet. Beløbet vil blive opkrævet af Teleklagenavnets sekretariat.

Med venlig hilsen

Jonas Østrup
Fuldmægtig