

TDC A/S
regulering@tdc.dk

Fremsendes alene via mail

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

12. april 2011

1. Indledning

Med udgangspunkt i IT- og Telestyrelsens afgørelser på markeder, 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

2. Afgørelse

Ved fastsættelsen af omkostningsgrundlaget for priserne på de produkter og ydelser, som i medfør af IT- og Telestyrelsens afgørelser på følgende markeder er underlagt priskontrol efter historiske omkostningers metode, skal TDC for regnskabsåret 2010 anvende en forrentningssats på 6,90 pct.:

- detailmarkedet for fastnetabonnementer
- engrosmarkedet for fastnetoriginering
- engrosmarkedet for fastnetterminering
- engrosmarkedet for fysisk netværksinfrastrukturadgang,
- engrosmarkedet for bredbåndstilslutninger,
- engrosmarkedet for terminerende segmenter af faste kredsløb og
- engrosmarkedet for terminering af taleopkald i individuelle mobilnet.

3. Sagens faktiske omstændigheder

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.

ITST har haft afgørelsen til høring hos TDC, som havde en specifik bemærkning omkring selskabets forpligtigelser ved afslutningen af 2010. ITST har tilrettet afgørelsen på baggrund heraf. Derudover fastholder TDC fastholder de indvendinger, som er fremført i høringssvar over tidligere WACC-afgørelser.

IT- og Telestyrelsen

Holsteinsgade 63
2100 København Ø
Telefon 3545 0000
Telefax 3545 0010
E-post itst@itst.dk
Netsted www.itst.dk
CVR-nr. 26769388

Sagsbehandler

Christoffer Kjældgaard Giwercman
Telefon 7231 9286
Telefax 3545 0010
E-post cfdkg@itst.dk

Sagsnr. 11-104879
Dok nr. 18201116
Side 1/3

4. Begrundelse

Ved 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.”

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

IT- og Telestyrelsen

Side 2/3

Vægten af egen- og fremmedkapital

Vægtningen af hhv. egen- og fremmedkapital kan enten baseres på bogførte værdier eller markedsværdier.

Markedsværdi

Det fremgår af TDC's årsrapport 2010, at antallet aktier er 991.875.885. TDC-aktien sluttede, jf. Fondsbørsens oplysninger, året i kurs 48,45 kr. Dette giver en markedsværdi af egenkapitalen på kr. 48.056 mio. 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 afslutning af 2010 udgjorde kr. 43.931 mio. kr. Andelen af egen- og fremmedkapital baseret på markedsværdier kan således beregnes til hhv. 52,2 og 47,8 pct.

Bogført værdi

Alternativt til markedsværdien kan de bogførte værdier anvendes. 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. 20.855 mio. kr. og 43.931 mio. kr. svarende til 32,2 og 67,8 pct.

Forrentningen af egenkapital

Forrentningen 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.

IT- og Telestyrelsen

Side 3/3

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 2010 løber fra 1. januar 2010 til og med december 2010.

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 2010 frem til og med det tidspunkt i 2011, hvor den endelige afgørelse om fastsættelse af WACC'en udsendes. I denne konkrete afgørelse slutter estimeringsperioden den 8. april 2011. Den gennemsnitlige rente i denne periode var 2,98 pct.

Markedsrisikopræmie

IT- og Telestyrelsen fastsatte 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.¹

¹ Jf. side 28 i IT- og Telestyrelsens "Rapport om hybridmodellen" fra december 2002.

IT- og Telestyrelsen har ved vurderingen af markedsrisikopræmiens størrelse endvidere taget udgangspunkt i en række omfattende analyser af afkast på investeringer for perioden 1900-2009.² Analyserne viser, at Danmark er et af de lande i verden, hvor markedsrisikopræmien, målt som det aritmetiske gennemsnit, er lavest. Afhængigt af perioden, markedsrisikopræmien estimeres over, samt typen af obligationen præmien måles i forhold til³, finder alle analyserne markedsrisikopræmier på op til 3,3 pct.

PricewaterhouseCoopers (PwC) har de seneste 12 år gennemført årlige undersøgelser omkring værdiansættelse i praksis, herunder anvendte markedsrisikopræmier blandt udvalgte investorer⁴. Undersøgelserne viser, at anvendte markedsrisikopræmier har ligget nogenlunde konstant i perioden 2002-08 på cirka 4,5 pct., men er steget en smule i 2009 til 4,9 pct. Energistyrelsen har på baggrund heraf valgt at opjustere deres anvendte markedsrisikopræmie til 4,5 pct. Markedsrisikopræmien beregnes dog – sammenlignet med statsobligationsrenten – i forhold til den lavere swaprente.

Endelig har Nationalbanken estimeret den danske markedsrisikopræmie for perioden 1970-2002⁵ og finder, at den i gennemsnit er 5,2 pct.

Samlet set er der således både forhold, der taler for at hæve og sænke markedsrisikopræmien i forhold til det nuværende niveau. I den seneste LRAIC-prisafgørelse fra d. 29. oktober 2010 blev markedsrisikopræmien fastholdt på 3,75, ligesom denne præmie anvendes i den igangværende revision. For at sikre højest mulig grad af konsistens mellem de enkelte prisafgørelsesmetoder er det derfor IT- og Telestyrelsen vurdering, at der fortsat skal anvendes en markedsrisikopræmie på 3,75 pct. I forbindelse med opdateringen af LRAIC-modellerne ultimo 2011, vil IT- og Telestyrelsen igen overveje, hvorvidt der skal ske en revision af den anvendte markedsrisikopræmie.

Beta-værdi

I forbindelse med arbejdet med LRAIC fastnet-modellen blev den ugearede beta i afgørelsen af 29. oktober 2010 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.

I forbindelse med udkast til prisafgørelse for kabel-tv, fiber og multicast af 2. februar 2011 blev der foretaget yderligere analyser af TDC's betaværdi, som understøttede ovenstående. På denne baggrund vurderer IT- og Telestyrelsen, at det fortsat er retvisende at anvende en ugearet beta på 0,5 ved fastsættelse af WACC'en.

² Dimson, Marsh and Staunton: "Triumph of the Optimist: 101 Years of Global Investment Returns" og "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle" samt Credit Suisse: "Global Investment Returns Yearbook 2010"

³ Enten long-term government bonds – svarende til de langtløbende (eks. 10 år) danske statsobligationer – eller treasury bills, som er government bonds med løbetid på typisk maksimalt et år.

⁴ PricewaterhouseCoppers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet"

⁵ Nationalbanken: "Risikopræmien på aktier"

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 beskrevet ovenfor.

Det er IT- og Telestyrelsens opfattelse, at fastlæggelsen af kreditrisikopræmien kan tage 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 67,8 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.

IT- og Telestyrelsen

Side 5/5

Ad 2) IT- og Telestyrelsen har foretaget en vurdering af en relevant kreditrisikopræmie for TDC og har i den forbindelse noteret sig, at for 2010 har forskellen mellem renten på den 10-årige statsobligation og TDC's renteomkostninger udgjort cirka 2,4 pct.

Ad 3) Med udgangspunkt i IRG rapport "Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation", februar 2007⁶ og i den økonomiske analyse i IT- og Telestyrelsens strategiske eftersyn af teleregulering⁷, har IT- og Telestyrelsen estimeret kreditrisikopræmien ved en gældsandel på 67,8 pct. til 2,6 pct.

Det er på denne baggrund, at styrelsen vurderer, at kreditrisikopræmien ved en sådan gældsandel på 67,8 pct. må udgøre 2,6 pct.

Skattesatsen

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

Beregning af WACC

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

⁶ http://www.erg.eu.int/doc/publications/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf

⁷ <http://www.itst.dk/samtrafikregulering/publikationer/strategisk-eftersyn-af-telereguleringen>

Parameter	Scenarie 1	Scenarie 2	Scenarie 3
Egenfinansiering (E)	80,0%	52,2%	32,2%
Fremmedfinansiering (D)	20,0%	47,8%	67,8%
Kreditrisikopræmie	1,2%	2,4%	2,6%
Skattesats (τ_c)	25,0%	25,0%	25,0%
β_{ugearet}	0,50	0,50	0,50
Markedsrisikopræmie	3,75%	3,75%	3,75%
Risikofri rente	2,98%	2,98%	2,98%
WACC før skat	6,39%	6,86%	7,14%

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

I scenarie 2 anvendes markedsværdien af TDC's egenkapital og den bogførte værdi af fremmedkapital samt TDC's faktiske kreditrisikopræmie.

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

Det bemærkes, at styrelsen de sidste tre år har baseret fastsættelsen af WACC'en på tilsvarende scenarier.

De i scenarie 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 WACC'en på 6,90 pct., der blev anvendt både i forbindelse med prisafgørelsen af 29. oktober 2010 samt udkast til prisafgørelse af 2. februar 2011, ligger inden for de to yderpunkter. Af konsistensmæssige hensyn har styrelsen derfor i denne afgørelse ligeledes valgt at fastsætte en WACC på 6,90 pct.

5. Klagevejledning

IT- og Telestyrelsens afgørelse kan påklages til Teleklagenævnet, Bredgade 43, 1260 København K, tlf.: 33 92 97 00, e-mail: sttpost@vtu.dk.

En klage skal være Teleklagenævnet i hænde senest fire uger efter, at IT- og Telestyrelsen har truffet afgørelse i sagen.

Opmærksomheden henledes på, at der i medfør af § 3, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 569 af 18. juni 2004 om Teleklagenævnets virksomhed skal betales et gebyr på kr. 4.000 for behandling af klager af denne type i Teleklagenævnet. Beløbet vil blive opkrævet af Teleklagenævnets sekretariat.

Med venlig hilsen

Christoffer Kjældgaard Giwercman

IT- og Telestyrelsen

Side 7/7

Lovgrundlag m.v.

IT- og Telestyrelsen har med hjemmel i telelovens⁸ § 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

- detailmarkedet for fastnetabonnementer
- engrosmarkedet for fastnetoriginering
- engrosmarkedet for fastnetterminering
- engrosmarkedet for fysisk netværksinfrastrukturadgang,
- engrosmarkedet for bredbåndstilslutninger,
- engrosmarkedet for terminerende segmenter af faste kredsløb og
- engrosmarkedet for terminering af taleopkald i individuelle mobilnet.

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.

IT- og Telestyrelsen

Side 8/8

På en række markeder⁹ 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 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.”

⁸ Lovbekendtgørelse nr. 780 af 28. juli 2007 om konkurrence- og forbrugerforhold på telemarkedet.

⁹ Det gælder følgende markeder: Engrosmarkedet for fysisk netværksinfrastrukturadgang, engrosmarked for bredbåndstilslutninger, engrosmarkedet for fastnetaccess, engrosmarked for fastnetterminering og engrosmarkedet for terminerende segmenter af faste kredsløb.

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.”