



**BELGISCH INSTITUUT VOOR POSTDIENSTEN
EN TELECOMMUNICATIE**

**BESLUIT VAN DE RAAD VAN HET BIPT
VAN 22 NOVEMBER 2006
BETREFFENDE DE KAPITAALKOSTEN
DIE MOETEN WORDEN TOEGEPAST
IN DE REFERENTIEAANBIEDINGEN VAN BELGACOM**

Inhoudsopgave

1 Doel.....	3
2 Retroacta	3
3 Juridische basis	3
4 Bepaling van de WACC	4
4.1 VOORGESCHIEDENIS.....	4
4.2 METHODE	5
4.3 BEPALEN VAN DE PARAMETERS VOOR DE WACC 2007	5
4.3.1 <i>De waarde van het eigen vermogen (E)</i>	5
4.3.2 <i>De waarde van het vreemd vermogen (D)</i>	5
4.3.3 <i>De kosten van het vreemd vermogen (r_d)</i>	6
4.3.4 <i>De belastingvoet</i>	6
4.3.5 <i>De kosten van het eigen vermogen (r_e)</i>	6
4.4 RESULTAAT	8
5 Besluit	9
6 Beroepsmogelijkheden	9
BIJLAGE: MOTIVERINGSDOCUMENT TER ATTENTIE VAN BELGACOM.....	10

1 DOEL

Dit besluit heeft tot doel de waarden van de kapitaalkosten (WACC¹) te bepalen waarmee rekening zal worden gehouden in de referentieaanbiedingen van Belgacom (BRIO, BRUO, BROBA) voor 2007.

2 RETROACTA

Van 18 juli tot donderdag 15 september 2005 werd een marktconsultatie georganiseerd betreffende de methode voor het bepalen van de kapitaalkosten in de kostenmodellen ter uitvoering van de verplichtingen die aan de operatoren met een sterke machtspositie zijn opgelegd op de verschillende markten voor elektronische communicatie.

Aansluitend op deze raadpleging heeft het BIPT beslist om de volgende wijzigingen aan te brengen met betrekking tot het bepalen van de parameters die in de WACC-formule worden gebruikt:

1. Het gebruik van een aangepaste gearing ratio², in plaats van de echte gearing ratio van Belgacom.
2. Het gecombineerd gebruik van een rekenkundig en een meetkundig gemiddelde van de historische reeksen om de marktrisicopremie te bepalen.
3. Het gebruik van een nieuwe methode voor de “(un)leveraging”³ van de β -factoren.
4. Het rekening houden met de impact van de notionele interesten⁴.

De methode die naar aanleiding van de voormelde raadpleging in het besluit van het BIPT van 9 november 2005 werd aangenomen, heeft het uitgangspunt gevormd voor het bepalen van de kosten van Belgacom voor 2007.

Er zijn ook talrijke brieven en e-mails uitgewisseld tussen het BIPT, zijn consultant, Bureau van Dijk Management Consultants, en Belgacom.

3 JURIDISCHE BASIS

Artikel 62 van de wet van 13 juni 2005 betreffende de elektronische communicatie luidt als volgt:

§ 1. Het Instituut kan, overeenkomstig artikel 55, §§ 3 en 4, en wanneer bovendien uit een marktanalyse blijkt dat de betrokken operator de prijzen door het ontbreken van werkelijke concurrentie op een buitensporig peil kan handhaven of de marges kan uithollen ten nadele van de eindgebruikers, op het gebied van toegang verplichtingen inzake het terugverdienen van kosten opleggen, inclusief onder meer verplichtingen inzake kostenoriëntering van prijzen en kostentoerekeningsystemen inzake kosten van een efficiënte operator.

Het Instituut kan op het gebied van toegang ook, overeenkomstig artikel 55, §§ 3 en 5, verplichtingen opleggen inzake prijscontrole.

§ 2. Iedere operator onderworpen aan een verplichting inzake kostenoriëntering van zijn tarieven, verstrekt aan het Instituut, wanneer dit erom verzoekt, het bewijs van de naleving van die verplichting.

¹ Weighted Average Cost of Capital.

² Verhouding tussen het eigen vermogen en de schulden van een onderneming.

³ Verrichting die ervoor zorgt dat er rekening wordt gehouden met de financiële schuldenlast van de verschillende ondernemingen.

⁴ Aftrek van de aanslagvoet voor de vennootschapsbelasting ten belope van een bedrag dat gelijk is aan de fictieve rentabiliteit van het “netto” eigen vermogen (er worden correcties aangebracht aan de boekhoudkundige waarde van het eigen vermogen, bijvoorbeeld het uitsluiten van die kapitalen die gediend zouden hebben om investeringen buiten België te financieren), die is ingevoerd met als doel het verschil te verminderen tussen de fiscale behandeling van de financiering met behulp van vreemd vermogen en die van de financiering met behulp van eigen vermogen.

Wanneer voor een operator een verplichting inzake kostenoriëntering geldt, wordt rekening gehouden met de kosten verbonden aan efficiënte dienstverlening, met inbegrip van een redelijk investeringsrendement.

Voor de berekening van de kosten verbonden aan efficiënte dienstverlening, kan het Instituut boekhoudkundige en kostenberekenningsmethoden gebruiken die los staan van de door de operator gebruikte methoden.

Door zijn besluit van 11 augustus 2006 heeft het BIPT Belgacom een verplichting tot kostenbasing opgelegd in verband met de wholesale-markten voor gespreksopbouw en gespreksafgifte, alsook een verplichting om redelijke prijzen toe te passen met betrekking tot de markt voor doorgiftdiensten.

Artikel 106, § 1 van de wet van 21 maart 1991 betreffende de hervorming van sommige economische overheidsbedrijven bepaalt:

De organisaties met een sterke positie op de betrokken markt zijn verplicht om het principe van kostenoriëntering na te leven wat de volgende diensten betreft:

[...]

4° de bijzondere toegang;

5° de ontbundelde toegang tot het aansluitnet. Wanneer het Instituut van oordeel is dat op de lokale toegangsmarkt in voldoende mate concurrentie aanwezig is, wordt de verplichting inzake kostenoriëntatie op deze markt opgeheven. Het Instituut neemt die beslissing slechts na een openbare consultatie.

Artikel 6septies van het koninklijk besluit van 22 juni 1998 betreffende de voorwaarden inzake aanleg en exploitatie van openbare telecommunicatienetwerken voegt hieraan toe:

Elke operator met een sterke positie op de markt voor vaste openbare telefoonnetwerken voldoet vanaf 1 januari 2001 aan de volgende verplichtingen :

1° hij komt tegemoet aan redelijke verzoeken om toegang tot binair debiet onder transparante, billijke en niet-discriminerende voorwaarden [...].

2° Hij publiceert de tarieven voor toegang tot binair debiet. Deze tarieven zijn kostengebaseerd, niet-discriminerend en leiden niet tot concurrentievervalsing.

De verplichtingen tot kostenbasing in verband met de ontbundelde toegang tot het aansluitnet en de toegang tot binair debiet blijven voorlopig op Belgacom van toepassing krachtens artikel 162 van de wet van 13 juni 2005.

4 BEPALING VAN DE WACC

4.1 VOORGESCHIEDENIS

Ter herinnering werd de WACC van Belgacom de afgelopen jaren als volgt vastgelegd:

Jaar	Waarde⁵	Vershil
2000	12,46%	
2001	12,77%	+0,31%
2002	12,61%	-0,16%
2003	12,88%	+0,27%
2004	10,76%	-2,12%
2005	12,76%	+2,00%
2006	11,52%	-1,24%

Dezelfde WACC wordt gehanteerd in het kader van de tariefbesluiten inzake BRIO, BRUO en BROBA.

⁵ In 2001 en 2002 lag de WACC die werd goedgekeurd voor collectie enigszins hoger dan die welke goedgekeurd werd voor terminering.

4.2 METHODE

De kapitaalkostenvoet wordt overeenkomstig de gespecialiseerde literatuur en met inachtneming van de voorschriften uit Aanbeveling (98)960 van de Europese Commissie en het advies van de European Regulators Group over de herziening ervan⁶, volgens de WACC-formule vastgesteld.

De WACC vóór belastingen wordt op basis van de volgende formule berekend:

$$WACC_{\text{pre-tax}}^{\text{notioneel}} = \frac{E_b \times (r_e - r_{\text{not}}) + (E_m - E_b) \times r_e}{(1 - t_c) \times (E_m + D)} + \frac{E_b \times r_{\text{not}} + D \times r_d}{E_m + D}$$

Waarbij:

E_b : de boekwaarde van het eigen vermogen

E_m : de marktwaarde van het eigen vermogen

D : het te vergoeden rentedragend vreemd vermogen

r_e : de vergoeding op het eigen vermogen, uitgedrukt als een rentevoet hierop

r_{not} : de notionele rentevoet, d.w.z. dat "netto" deel van de vergoeding van het eigen vermogen tegen boekwaarde dat belastingsvrij is, uitgedrukt als een rentevoet op de boekwaarde.

r_d : de rentevoet op het vreemd vermogen

t_c : de belastingvoet op de winst

De kosten van het eigen vermogen worden bepaald op basis van het Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$r_e = r_f + \beta_{\text{equity}} \times [E(r_m) - r_f]$$

$$r_d = r_f + \text{vermeerdering voor risico } p$$

Waarbij:

r_f : interestvoet vrijgesteld van risico;

$E(r_m)$: verwacht rendement van een goed gediversifieerde portefeuille;

$E(r_m) - r_f$: marktrisicopremie;

β_{equity} : het systematisch risico van een bepaalde activiteit of onderneming.

Het kostenmodel van het Instituut gebruikt de WACC vóór belastingen. Het bedrag van de vergoeding voor het kapitaal maakt namelijk deel uit van een nog belastbare massa die na belastingen een rendement r_e (voor het eigen vermogen) en een rendement r_d (voor het vreemd vermogen) garandeert.

4.3 BEPALEN VAN DE PARAMETERS VOOR DE WACC 2007

4.3.1 De waarde van het eigen vermogen (E)

De marktwaarde van het eigen vermogen wordt berekend als het product van de prijs per Belgacom-aandeel (beurskoers) en het aantal uitgegeven aandelen.

De boekwaarde van het eigen vermogen blijkt uit de jaarrekening 2005.

4.3.2 De waarde van het vreemd vermogen (D)

Zoals voor WACC 2006 heeft het BIPT rekening gehouden met een aangepaste gearing ratio en niet met de echte gearing ratio van Belgacom, vanwege het zeer atypische schuldniveau van Belgacom.

⁶ ERG Opinion on 'Proposed changes to Commission Recommendation of 1998 on Accounting separation and cost accounting'.

De aangepaste gearing ratio bedraagt 35 % (d.i. een verhouding van 35 % schulden ten opzichte van het totale eigen vermogen). Dat percentage wordt vastgesteld op basis van dezelfde steekproef van telecommunicatieoperatoren als werd gebruikt om de β van Belgacom te bepalen.

4.3.3 De kosten van het vreemd vermogen (r_d)

De kosten van het vreemd vermogen weerspiegelen de vergoeding die Belgacom aan zijn schuldeisers moet betalen als vergoeding voor het ter beschikking stellen van hun kapitaal.

De werkelijke kosten van het vreemd vermogen voor Belgacom bedragen volgens de jaarrekening 2005 4,72 %.

4.3.4 De belastingvoet

De aanslagvoet van de vennootschapsbelasting bedraagt 33,99 %, exclusief notionele interesten en 32,10 % rekening houdende met notionele interesten. We herinneren eraan dat de notionele aftrek in 2005 werd ingevoerd en de voorgaande jaren dus niet van toepassing was.

4.3.5 De kosten van het eigen vermogen (r_e)

- Risicovrije rente (r_f)

Eenzijds zou het logisch zijn om de markt waarop de Belgacom-aandelen worden verhandeld als referentie te nemen. Dit is de facto de Europese kapitaalmarkt, terwijl in het verleden (tot vóór de beursgang van Belgacom en gelet op de samenstelling van het toenmalige aandeelhouderschap) redelijkerwijze kon worden gesteld dat het om de Amerikaanse kapitaalmarkt ging. Anderzijds is het logisch dat alle in de CAPM-benadering gehanteerde parameterwaarden (risicovrije rente, marktrisicopremie en β -waarden) op dezelfde kapitaalmarkt betrekking zouden hebben.

Aangezien voor de marktrisicopremie en voor de β -waarden naar de Amerikaanse kapitaalmarkt wordt verwezen, gebruikt men als risicovrijerentevoet die welke geldt op de Amerikaanse markt voor staatsobligaties (met een looptijd van 12 jaar, waarvan de kosten worden verkregen via lineaire interpolatie van de rentevoeten op obligaties op 10 en 20 jaar; deze looptijd van 12 jaar stemt overeen met de gemiddelde levensduur van de activa en werd de voorbije jaren reeds gebruikt).

Concreet levert dit een risicovrijerentevoet op van 4,80 %.

- β

Het Instituut merkt op dat voorgeschiedenis van Belgacom inzake beurskwesties nog te kort is om meteen een β te kunnen bepalen, aangezien die bestaat in de berekening van de correlatie tussen de koers van een aandeel en die van de marktportfolio en dus een voldoende lange periode vergt om een significant resultaat te verkrijgen.

Daarom baseert het Instituut zich voor de berekeningen van factor β van Belgacom op de financiële gegevens van Europese historische operatoren die vergelijkbaar zijn met Belgacom.

Concreet wordt de β -waarde van Belgacom op de volgende manier berekend:

- Men neemt als basis de β 's van de volgende telecommunicatieoperatoren : Telecom Italia, France Telecom, Deutsche Telekom, Telefonica, British Telecom, KPN, Swisscom en Portugal Telecom (de laagste en de hoogste waarde van de steekproef worden buiten beschouwing gelaten om te voorkomen dat de uiterste waarden het gemiddelde al te zeer zouden beïnvloeden).

- Er wordt rekening gehouden met de schuldenlastcoëfficiënt, die een belangrijke impact heeft op het risicoprofiel van de onderneming, door eerst alle β 's te "deleveragen", daarna het gemiddelde te berekenen en ten slotte het gemiddelde opnieuw te "leveragen" op basis van de schulden van Belgacom. De stappen van *unleveraging* en *leveraging* worden uitgevoerd aan de hand van de volgende formule:

$$\beta_{\text{asset}} = \frac{\beta_{\text{equity}}}{1 + D/E_m}$$

Het BIPT gebruikte voorheen de β -waarden die beschikbaar zijn op de website van Reuters. Deze worden tegenwoordig echter niet meer afgeleid van de S&P-500-index maar uitgedrukt op basis van regionale indices, die voor elk aandeel verschillend zijn. Eerder dan zich te baseren op de β 's die verkregen werden op grond van die regionale indices, heeft het BIPT besloten om de β -waarden van de betrokken operatoren te bepalen op basis van hun respectieve beurskoersen en de ontwikkeling van de S&P-500-index. Dankzij die keuze kan een maximale samenhang worden behouden met de manier waarop de andere parameters van het CAPM bepaald worden (de Amerikaanse kapitaalmarkt dient op die manier als referentiepunt voor al die parameters).

In de onderstaande tabel wordt de berekening van de β weergegeven:

Incumbent	β_{levered}	Market cap (Mil US\$)	Debt (Mil US\$)	$\beta_{\text{unlev 2007}}$	$\beta_{\text{unlev 2006}}$	Gearing ratio
Datum	sep/06	22/09/2006	22/09/2006			
KPN	0,88	26.477	11.711,90	0,613	1,213	30,7%
BT	1,16	40.671	18.661,90	0,792	0,843	31,5%
PT	1,13	13.885	9.594,50	0,668	0,815	40,9%
TI	1,11	72.910	53.317,00	0,643	0,533	42,2%
DT	1,43	62.733	59.104,60	0,734	0,903	48,5%
FTE	2,47	57.367	65.566,40	1,152	1,251	53,3%
TEF	1,33	80.953	43.522,30	0,864	1,045	35,0%
SCM	0,12	20.338	1.830,10	0,106	0,302	8,3%
Gemiddelde				0,697	0,864	36,3%
Gemiddelde (excl. FTE & SCM)				0,719	0,878	38,1%
BGC		(Mil EUR)	(Mil EUR)			
reële gearing ratio	0,746	10.813,46	407,00			3,6%
aangepaste gearing ratio	1,106	10.813,46	5.822,63			35,0%

- **Marktrisicopremie**

Zoals de afgelopen jaren wordt de marktrisicopremie berekend met behulp van de gegevens zoals die in het Ibbotson-rapport gepubliceerd staan⁷. Er wordt een mobiel gemiddelde gebruikt over een periode van 34 jaar (met beperking van het gewicht van de 4 eerste en de 4 vier laatste jaren).

Zoals voor de berekening van de WACC 2006, heeft het BIPT een combinatie toegepast van een rekenkundig en een meetkundig gemiddelde van de historische reeksen om de marktrisicopremie te bepalen.

⁷ International Equity Risk Premia Report 2006

4.4 RESULTAAT

Gelet op de hierboven beschreven methode, bedraagt de WACC 2007 vóór belastingen **11,44 %**. De onderstaande tabel geeft de berekening weer:

	BRIO 2007
Marktwaaarde van het eigen vermogen (miljard euro)	10,81
Waarde van de rentedragende schuld (miljard euro)	5,82
Totaal van het eigen vermogen (miljard euro)	16,64
Boekwaarde van het eigen vermogen (miljard euro)	4,81
Gedeelte van het eigen vermogen waarop de notionele interesten van toepassing zijn (miljard euro)	2,64
Risicovrije interestvoet	4,80%
Kosten van de rentedragende schulden	4,72%
Rentevoet voor notionele aftrek	3,44%
β_{equity}	1,106
Marktrisicopremie (gemiddelde van het rekenkundig en meetkundig gemiddelde)	4,91%
Kosten van het eigen vermogen	10,23%
Kosten van de schulden	4,72%
WACC na belastingen	8,30%
Nominale belastingvoet	33,99%
WACC vóór belastingen	11,72%
Belastingvoet na correctie voor notionele aftrek	32,10%
WACC vóór belastingen en notionele aftrek	11,44%

5 BESLUIT

Na behoorlijke overweging van de standpunten van de betrokken partijen, zoals die zijn uitgedrukt in hun briefwisseling of tijdens vergaderingen enerzijds, en anderzijds van de algemene doelstellingen van het regelgevingskader inzake bevordering van de concurrentie, economische efficiëntie en verdediging van de belangen van de consumenten, neemt het Instituut het volgende besluit:

1. De kapitaalkosten die in de referentieaanbiedingen BRIO 2007, BRUO 2007 en BROBA 2007 moeten worden toegepast, worden conform punt 4.4 van dit document bepaald.

6 BEROEPSMOGELIJKHEDEN

Overeenkomstig de wet van 17 januari 2003 met betrekking tot het statuut van de regulator van de Belgische post- en telecommunicatiesector hebt u de mogelijkheid om tegen dit besluit beroep aan te tekenen bij het hof van beroep te Brussel, Poelaertplein 1, B-1000 Brussel binnen zestig dagen na de kennisgeving ervan. Het hoger beroep wordt ingesteld: 1° bij akte van een gerechtsdeurwaarder die aan de tegenpartij wordt betekend; 2° bij een verzoekschrift dat, in zoveel exemplaren als er betrokken partijen zijn, ingediend wordt op de griffie van het gerecht in hoger beroep; 3° bij ter post aangetekende brief die aan de griffie wordt gezonden; 4° bij conclusie, ten aanzien van iedere partij die bij het geding aanwezig of vertegenwoordigd is. Met uitzondering van het geval waarin het hoger beroep bij conclusie wordt ingesteld, vermeldt de akte van hoger beroep, op straffe van nietigheid de vermeldingen van artikel 1057 van het gerechtelijk wetboek.

M. Van Bellinghen
Lid van de Raad

G. Denef
Lid van de Raad

C. Rutten
Lid van de Raad

E. Van Heesvelde
Voorzitter van de Raad

**BIJLAGE: MOTIVERINGSDOCUMENT TER ATTENTIE VAN
BELGACOM**

(VERTROUWELIJK)