



**BELGISCH INSTITUUT VOOR POSTDIENSTEN EN
TELECOMMUNICATIE**

BESLUIT VAN DE RAAD VAN HET BIPT

VAN 23 JANUARI 2008

**BETREFFENDE DE KAPITAALKOSTEN DIE MOETEN WORDEN
TOEGEPAST IN DE REFERENTIEAANBIEDINGEN VAN BELGACOM**

Inhoudsopgave

1 Doel	3
2 Retroacta	3
3 Juridische basis	3
4 standpunt van Belgacom.....	4
5 bepaling van de WACC	5
5.1 VOORGESCHIEDENIS	5
5.2 METHODE.....	5
5.3 KEUZE VAN DE ALS REFERENTIE GENOMEN KAPITAALMARKT	6
5.4 BEPALEN VAN DE PARAMETERS VOOR DE WACC 2008.....	6
5.4.1 <i>De waarde van het eigen vermogen (E)</i>	6
5.4.2 <i>De waarde van het vreemd vermogen (D)</i>	6
5.4.3 <i>De kosten van het vreemd vermogen (r_d)</i>	7
5.4.4 <i>De belastingvoet</i>	7
5.4.5 <i>De kosten van het eigen vermogen (r_e)</i>	7
5.5 RESULTAAT	9
6 Besluit.....	10
7 Beroepsmogelijkheden	10
Bijlage: motiveringsdocument ter attentie van belgacom	11

1 DOEL

Dit besluit heeft tot doel de waarde van de kapitaalkosten (WACC¹) te bepalen waarmee rekening zal worden gehouden in de referentieaanbiedingen van Belgacom voor 2008.

2 RETROACTA

Na een offerteaanvraag heeft het BIPT Van Dijk Management Consultants geselecteerd om het bij te staan in de bepaling van de WACC van Belgacom.

Op 23 november 2007 heeft het BIPT aan Belgacom een verzoek om inlichtingen gericht in verband met het deel van het eigen vermogen waarop de notionele aftrek van toepassing is².

Belgacom heeft op die vraag geantwoord op 7 december 2007.

Op 13 december 2007 heeft het BIPT aan Belgacom een nota toegestuurd die was opgesteld door Van Dijk Management Consultants, waarin aan Belgacom werd gevraagd om zijn standpunt te verduidelijken over de in aanmerking te nemen aanpak en over de waarde van de parameters.

Belgacom heeft zijn opmerkingen meegedeeld op 10 januari 2008.

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 kostentoerekeningssystemen 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.

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 kostenbasering 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.

¹ Weighted Average Cost of Capital.

² Vermindering van de belastbare basis voor de vennootschapsbelasting met een bedrag dat gelijk is aan de fictieve rentabiliteit van het eigen "netto"-vermogen (er worden correcties aangebracht aan de boekhoudkundige waarde van het eigen vermogen, bijvoorbeeld het uitsluiten van het deel van die kapitalen dat gediend zou 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.

Via zijn besluit van 17 januari 2007 heeft het BIPT aan Belgacom verplichtingen opgelegd inzake prijscontrole met betrekking tot de markt voor afgevendende segmenten van huurlijnen.

Via zijn besluit van 10 januari 2008 heeft het BIPT aan Belgacom verplichtingen opgelegd inzake prijscontrole met betrekking tot de wholesale-markt voor ontbundelde toegang en de wholesale-markt voor breedbandtoegang.

4 STANDPUNT VAN BELGACOM

In de methodologische nota die op 13 december 2007 aan Belgacom is toegestuurd, beoogde het BIPT drie benaderingen, met behoud van de gebruikelijke formule van de WACC:

- de zogenoemde "Amerikaanse" benadering: dit is de aanpak die het BIPT de jongste jaren heeft gevolgd. De parameters van de CAPM³ komen voort van de Amerikaanse kapitaalmarkt en de bèta van Belgacom wordt bepaald op basis van een steekproef van operatoren die vergelijkbaar zijn met Belgacom en die op de Amerikaanse markten genoteerd staan.
- de zogenoemde "Europese" benadering: de parameters van de CAPM komen voort van de Europese kapitaalmarkt en de bèta van Belgacom wordt bepaald op basis van een steekproef van operatoren die vergelijkbaar zijn met Belgacom maar die op de Europese markt genoteerd staan.
- een "Belgacom"-benadering: de parameters van de CAPM komen voort van de Europese kapitaalmarkt en de bèta van Belgacom wordt bepaald op basis van de ontwikkeling van de beurskoers van Belgacom.

Op die verschillende benaderingen heeft Belgacom de volgende opmerkingen gemaakt:

- de zogenoemde "Amerikaanse" methode is verkieslijk wegens de stabiliteit, de betrouwbaarheid en de lengte van de statistische reeksen.
- de methodes die gebruikmaken van Europese gegevens zijn statistisch minder betrouwbaar.
- er zou een reeks van ten minste 60 maanden nodig zijn om de beursgegevens van Belgacom te kunnen gebruiken, maar het bedrijf is nog maar 40 maanden op de beurs genoteerd.

Belgacom heeft ook de volgende opmerkingen gemaakt wat de verschillende parameters van de WACC betreft:

- Belgacom is voorstander van het gebruik van een gemiddelde van de 12 jongste bekende bèta's, als tegengewicht voor de volatiliteit van de bèta's van maand tot maand.
- Belgacom houdt vol dat de optimale gearing⁴ die door het BIPT wordt gebruikt, de realiteit van de onderneming niet weerspiegelt. Een benchmark van "lokale" operatoren (zoals Belgacom) en niet van "wereldwijde" operatoren (zoals diegene die het BIPT als referentie neemt) zou resulteren in een gearing van ongeveer 25% in plaats van 35%.
- het schuldvolume en de kosten ervan moeten worden geraamd op basis van de feitelijke realiteit ervan. Als de gearing ratio dan toch moet worden "gecorrigeerd" dan moeten ook de kosten van de schulden worden herzien. Belgacom verwijst naar de analyse die het daarover in oktober 2006 heeft overgezonden.
- indien het BIPT een "Europese" benadering zou volgen, dan zou de risicovrije rentevoet niet de Duitse risicovrije rentevoet moeten zijn, maar een gewogen gemiddelde van de risicovrije rentevoeten van de grote Europese landen.
- wat de risicopremie betreft, is Belgacom van oordeel dat een rekenkundig gemiddelde zou moeten worden gebruikt in plaats van een combinatie van rekenkundig en meetkundig gemiddelde. Als het BIPT een "Europese" benadering zou volgen, is het niet de waarde van de Duitse risicopremie die als referentie zou moeten dienen, maar wel een gemiddelde van verschillende Europese landen.
- de algemene aanslagvoet zou in de WACC-formule moeten worden gebruikt, omdat de aftrekbaarheid van de notionele interesten voor de Belgacomgroep erg beperkt is, doordat Belgacom NV daar niet over beschikt.

³ Capital Asset Pricing Model.

⁴ Verhouding tussen het eigen vermogen en de schulden van een onderneming.

5 BEPALING VAN DE WACC

5.1 VOORGESCHIEDENIS

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

Jaar	Waarde ⁵	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%
2007	11,44%	-0,08%

5.2 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 voor 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. het deel van de vergoeding van het eigen vermogen tegen de "netto"-boekwaarde dat belastingvrij 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 systematische risico van een bepaalde activiteit of onderneming.

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

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

Het kostenmodel van het Instituut gebruikt de WACC voor belastingen. Het bedrag van de vergoeding van het vermogen 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.

5.3 KEUZE VAN DE ALS REFERENTIE GENOMEN KAPITAALMARKT

Met de hulp van zijn consultant heeft het BIPT de verdiensten beoordeeld van de "Amerikaanse", "Europese" en "Belgacom"-benadering, zoals die in deel 4 hierboven zijn beschreven. Het BIPT heeft in het bijzonder rekening gehouden met de volgende elementen:

- de evenwichtigheid van de bètafactoren. Die evenwichtigheid wordt uitgedrukt in de correlatiecoëfficiënt en in de statistische-foutenmarge. De "Amerikaanse" benadering vertoont de hoogste correlatiecoëfficiënten en de laagste foutenmarges voor de beschouwde operatoren.
- Gelet op de beschikbare gegevens zou de "Europese" benadering ertoe nopen om de steekproef die als basis dient voor de benchmark voor de berekening van de bèta's, tot 4 operatoren te beperken. Die beperking zou bovendien ertoe leiden dat de uiterste waarden van de benchmark niet terzijde kunnen worden gelaten, aangezien de steekproef dan uit slechts 2 operatoren zou bestaan.
- Belgacom is nog maar 44 maanden op de beurs genoteerd, terwijl doorgaans 60 maanden als noodzakelijk worden beschouwd om een betrouwbare berekening te kunnen maken. Een berekening op basis van dagelijkse, in plaats van maandelijkse bèta's is overwogen, maar die mogelijkheid is niet in aanmerking genomen wegens het bestaan van een zekere autocorrelatie tussen de dagelijkse bèta's (omdat de dagkoers wordt beïnvloed door de koers van de dag voordien).

Rekening houdende met die elementen beslist het BIPT om de zogenoemde "Amerikaanse" benadering te behouden. Het Instituut zal de opportuniteit om over te stappen naar een "Belgacom"-benadering opnieuw evalueren wanneer de beursgeschiedenis van Belgacom toereikend zal zijn.

5.4 BEPALEN VAN DE PARAMETERS VOOR DE WACC 2008

5.4.1 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.

Het is die marktwaarde die in de WACC-formule wordt gebruikt, in tegenstelling tot de boekhoudkundige waarde van het eigen kapitaal die dan weer uit de jaarrekening blijkt.

5.4.2 De waarde van het vreemd vermogen (D)

Zoals voor de WACC 2006 en 2007 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.

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 bèta van Belgacom te bepalen.

In zijn vorige analyses (vertrouwelijke bijlage bij het besluit van 22 november 2006) had het BIPT al besloten dat de afwezigheid van operatoren van lokale of regionale omvang in de steekproef geen negatief gevolg had voor de berekening van de WACC van Belgacom. Omdat daarover geen nieuwe elementen zijn aangebracht blijft het BIPT bij de gevolgde methode.

5.4.3 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 4,34% volgens de jaarrekening 2006.

In zijn vorige analyses (vertrouwelijke bijlage bij het besluit van 22 november 2006) had het BIPT besloten dat er op grond van de beschikbare inlichtingen geen redenen waren om de kosten van de schulden aan te passen na het gebruik van een aangepaste gearing ratio. Omdat Belgacom verwijst naar een argumentatie die dateert van voor het besluit van 22 november 2006, stelt het BIPT vast dat er geen nieuwe elementen zijn om rekening mee te houden en weigert het de verhoging van de kosten van de schulden.

5.4.4 De belastingvoet

De aanslagvoet van de vennootschapsbelasting bedraagt 33,99%, exclusief notionele interesten en 32,30% rekening houdende met de notionele interesten. We herinneren eraan dat de notionele aftrek in 2005 werd ingevoerd en de voorgaande jaren dus niet van toepassing was.

5.4.5 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 risicovrije rentevoet 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; die looptijd van 12 jaar stemt overeen met de gemiddelde levensduur van de activa en werd de voorbije jaren reeds gebruikt).

Concreet levert dat een risicovrije rente op van 4,75%.

- β

De β bestaat in de berekening van de correlatie tussen de koers van een aandeel en die van de marktportfolio en daarvoor is dus een voldoende lange periode nodig om een significant resultaat te verkrijgen.

Voor de berekeningen van factor β van Belgacom baseert het Instituut zich 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 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 bèta's te "deleveragen", daarna het gemiddelde daarvan te berekenen en ten slotte het gemiddelde opnieuw te "leveragen" op basis

van de schulden van Belgacom. De stappen van *unleveraging* en *leveraging*⁷ worden uitgevoerd aan de hand van de volgende formule:

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

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

Incumbent	β_{levered}	Market cap (Mil US\$)	Market cap (Mil EUR)	Debt (Mil EUR)	$\beta_{\text{unlev 2008}}$	$\beta_{\text{unlev 2007}}$	Gearing ratio
Datum	7/11/2007	7/11/2007		7/11/2007			
KPN	0,65	35.400	24.046	9.068,00	0,470	0,613	27,4%
BT	1,25	53.900	36.612	8.590,00	1,012	0,792	19,0%
PT	0,76	15.600	10.596	5.841,00	0,491	0,668	35,5%
TI	1,15	42.200	28.665	46.456,00	0,441	0,643	61,8%
DT	1,47	90.700	61.608	46.482,00	0,838	0,734	43,0%
FTE	1,46	97.500	66.227	46.120,00	0,860	1,152	41,1%
TEF	1,23	165.400	112.349	59.057,00	0,805	0,864	34,5%
SCM						0,302	
Gemiddelde alle operatoren					0,703	0,697	37,5%
Gemiddelde zonder extremen (BT & TI)					0,693	0,719	36,3%
BGC		(Mil EUR)		(Mil EUR)			
reële gearing ratio	0,817	11.087,22		1.988,00			15,2%
aangepaste gearing ratio	1,066	11.087,22		5.970,04			35,0%

In tegenstelling tot wat door Belgacom wordt beweerd, klopt het niet dat de waarden van bèta die in vorige besluiten van het BIPT zijn gebruikt, gemiddelden waren die over 12 maanden zijn berekend. In de vertrouwelijke nota bij het besluit van 22 november 2006 had het BIPT al de redenen vermeld waarom het van oordeel was dat de berekening van een gemiddelde van de bèta's, zoals aanbevolen door Belgacom, niet gerechtvaardigd was.

- **Marktrisicopremie**

Zoals de afgelopen jaren wordt de marktrisicopremie berekend met behulp van de gegevens zoals die in het Ibbotson-rapport gepubliceerd staan⁸. Er wordt een mobiel gemiddelde gebruikt over een periode van 34 jaar (met beperking van het gewicht van de eerste 4 en de laatste 4 jaren).

Zoals voor de berekening van de WACC 2006 en 2007 heeft het BIPT een combinatie toegepast van een rekenkundig en een meetkundig gemiddelde van de historische reeksen om de marktrisicopremie te bepalen. De combinatie van de twee gemiddelden is een pragmatische keuze van het BIPT omdat het Instituut heeft vastgesteld dat er in de vakliteratuur geen eensgezindheid bestond over het gebruik van een rekenkundig of een meetkundig gemiddelde.

⁷ Verrichtingen die ervoor zorgen dat er rekening wordt gehouden met de financiële schuldenlast van de verschillende ondernemingen.

⁸ International Equity Risk Premia Report 2007

5.5 RESULTAAT

Gelet op de hierboven beschreven methode, bedraagt de WACC 2007 vóór belastingen **11,20%**. In de tabel hieronder staan de voornaamste parameters van de berekening:

	BRIO 2008
Marktwaaarde van het eigen vermogen (miljard euro)	11,09
Waarde van de rentedragende schulden (miljard euro)	5,97
Totaal van het eigen vermogen (miljard euro)	17,06
Boekwaarde van het eigen vermogen (miljard euro)	4,56
Gedeelte van het eigen vermogen waarop de notionele interesten van toepassing zijn (miljard euro)	2,391
Risicovrije rentevoet	4,75%
Kosten van de rentedragende schulden	4,34%
Rentevoet voor notionele aftrek	3,44%
β_{equity}	1,066
Marktrisicopremie (gemiddelde van rekenkundig en meetkundig gemiddelde)	5,00%
Kosten van het eigen vermogen	10,08%
Kosten van de schulden	4,34%
WACC na belastingen	8,07%
Nominale belastingvoet	33,99%
Belastingvoet na correctie voor notionele aftrek	32,30%
WACC voor belastingen en notionele aftrek	11,20%

6 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 van Belgacom voor het jaar 2008 moeten worden gebruikt, worden vastgesteld op 11,20%.

7 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 t 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. Deneff
Lid van de Raad

C. Rutten
Lid van de Raad

E. Van Heesvelde
Voorzitter van de Raad

**BIJLAGE: MOTIVERINGSDOCUMENT TER ATTENTIE VAN
BELGACOM**

(VERTROUWELIJK)