

Резултати от консултациите за определяне на среднопретеглената цена на капитала (WACC) за фиксирани и мобилни мрежи в България

Методология за определяне на WACC за обществени консултации

Октомври 2012 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

| | | |
|-------------|---|-----------|
| 1 | ВЪВЕДЕНИЕ | 3 |
| 1.1. | Цените на електронните съобщителни услуги на едро включват цена на капитала | 3 |
| 1.2. | Методология за определяне на цената на капитала и обществени консултации | 3 |
| 1.3. | Указания във връзка с провеждането на обществени консултации | 4 |
| 2 | РЕЗЮМЕ | 5 |
| 2.1. | Основни положения | 5 |
| 2.2. | Цели на обществените консултации | 5 |
| 3.3 | Становище на КРС относно постъпилите коментари | 7 |
| 3 | МЕТОДОЛОГИЯ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА НА КАПИТАЛА | |
| WACC | | 8 |
| 3.1 | Теоретична постановка: WACC и МОКА | 8 |
| 3.2 | Формули | 8 |
| 3.3 | Цена на привлечения капитал | 10 |
| 3.4. | Реални или номинални показатели и инфлация | 11 |
| 3.5. | Безрискова норма на възвръщаемост/безрискова премия | 12 |
| 3.6. | Цена на привлечения капитал – рискова премия | 13 |
| 3.7. | Финансов лост | 19 |
| 3.8. | Цена на собствения капитал | 21 |
| 3.9. | Рискова премия за собствения капитал | 22 |
| 3.10. | Стойности на коефициента бета | 24 |
| 3.11. | Данъчно облагане | 30 |
| 3.12. | Въпроси относно подхода към WACC като цяло | 31 |
| 3.13. | Експертни оценки на WACC | 32 |
| 4 | ОБОБЩЕНИЕ НА ВЪПРОСИТЕ | 34 |

1. Въведение

1.1. Цените на електронните съобщителни услуги на едро включват цена на капитала

Комисията за регулиране на съобщенията (КРС) е независим регулаторен орган в областта на електронните съобщения, който изпълнява задълженията си в съответствие с регулаторната нормативна уредба и конкурентното право в България. Това включва налагане на задължения за прилагане на цени, определени въз основа на посочена от КРС методология, по отношение на някои услуги на едро в случаите, когато предприятия, предоставящи електронни съобщителни услуги, са определени за такива със значително въздействие върху съответния пазар, въз основа на извършен пазарен анализ и с оглед предоставяне на крайните потребители на услуга от край до край, се налага да ползват взаимно мрежите си.

Всяко едно решение на регулаторния орган относно определянето на цени следва да включва оценка на разходите на съответните услуги, което изисква разработване на методология за определяне на разходите по услугите в съответствие с директивите и препоръките на Европейската комисия. Предприятията, които предоставят съответните услуги на едро, имат право да включват в своите цени, а следователно и в своите разходи, една разумна стойност на цената на капитала.

1.2. Методология за определяне на цената на капитала и обществени консултации

Настоящият консултативен документ разглежда основните въпроси и представя предложения от КРС подход за изчисляване на цената на капитала посредством методологията „Среднопотеглена цена на капитала“ (WACC), което е в съответствие с регулаторните практики в други страни. WACC се изчислява като среднопотеглена цена на привлечения капитал и на собствения капитал на дадено предприятие, като отчита риска и възвръщаемостта.

Телекомуникационният сектор е жизненоважна част от икономиката и е важно предприятията да са в състояние да финансират своите операции, да имат стимули за инвестиции и да носят доходи на своите акционери. В същото време цените на услугите на едро влияят пряко върху рентабилността на предприятията, предвид факта, че с оглед осигуряване на услуги от край до край се налага да ползват взаимно мрежите си. Не на последно място следва да се отбележи, че цените на електронно съобщителните услуги засягат както домашните и бизнес потребители, така и широката общественост във всяка една държава.

Настоящият консултативен документ представя методологията за определяне на WACC и свързания с нея концептуален модел за оценка на капиталовите активи (МОКА/Capital Asset Pricing Model – CAPM), и представя използваните основни принципи и допускания. Разгледани са също така възможните източници на данни и някои примерни стойности. Стойностите на параметрите са съчетание от български и общи/международни данни. Определянето на цената на капитала не е точна наука, поради което е необходима добра икономическа и финансова методология, обективна оценка на данните и прозрачност. Това е балансиране между целите на регулаторните политики от една страна и на предприятията, предоставящи електронни съобщителни мрежи и/или услуги, от друга страна, което изисква внимателна преценка.

1.3. Указания във връзка с провеждането на обществени консултации

КРС се допитва до заинтересованите страни по отношение на предложения подход за определяне на WACC, съдържащ се в настоящия документ. Всички коментари ще бъдат взети под внимание, но с оглед подобряване анализа на становищата на страните се препоръчва към коментарите да има препратка към съответния въпрос, за който се отнасят. Всички становища могат да бъдат публикувани, в цялост или частично от КРС, което налага страните изрично да посочат информацията, която считат за търговска тайна.

Общи бележки от предприятията:

1. Според Сдружението за електронни комуникации (СЕК) изготвянето на оценката на средно-претеглена цена на капитала трябва да бъде възложено на специализирана независима от сектора и от КРС кредитна агенция, която да изготви проект на такава оценка и именно тя, а не специализираната методология за изготвяне на такава, да бъде подложена на дискусия и да бъде одобрена от КРС.

Становище на КРС

КРС обръща внимание, че при разработването на методологията, видно от настоящия документ, се ползват данни и от специализирана кредитна агенция. Още повече екипът на консорциум „Екорис-Инсайт”, който изготвя методологията за определяне на среднопретеглената цена на капитала (WACC) по силата на сключен с КРС договор, има необходимия опит по отношение на капиталовите пазари и широк поглед върху електронно съобщителния сектор на европейско ниво, които са от съществено значение за коректността на разглеждания в документа параметър.

2 Резюме

2.1. Основни положения

Към настоящия момент цените на услугите на едро в България не отразяват разходите на предприятията, предоставящи електронни съобщителни услуги чрез фиксирани и/или мобилни мрежи (фиксираните и мобилните оператори), а са определени въз основа на осреднени стойности на съответните цени на едро в държавите-членки на ЕС. КРС предвижда да въведе нови цени на едро през юли 2013 г., които ще отразяват дългосрочните разходи на дружествата. Новите цени на едро ще се определят въз основа на модели BULRIC (bottom-up long run incremental costs model или модел отдолу-нагоре за дългосрочни инкрементални разходи) за фиксирани и мобилни услуги, които се разработват паралелно с определянето на WACC, представено в настоящия документ. Тези разходни модели обхващат периода от 2012 до 2015 г. В тази връзка подходът за определяне на цената на капитала, предмет на настоящата консултация, ще се прилага за същия период.

2.2. Цели на обществените консултации

КРС трябва да оцени цената на капитала, за да може да определи цените на едро на предприятията, които са определени като такива със значително пазарно въздействие на съответните пазари. Определените стойности на цената на капитала се явяват входни данни за разходните модели BU LRIC, които КРС разработва понастоящем. Регулаторът предвижда да използва най-подходящата методология, известна като „Среднопрегелена цена на капитала“ (WACC) и свързания с нея концептуален модел за оценка на капиталовите активи (МОКА). Тези методи се препоръчват от Европейската комисия и се използват от редица европейски и други регулаторни органи.

В съответствие с методологията WACC КРС трябва да разгледа телекомуникационния сектор по отношение на предоставянето на фиксирани и мобилни електронни съобщителни услуги от гледна точка на инвеститорите и да използва данни от финансовите пазари в България и в международен план. Към настоящия момент оценката на инвестициите в телекомуникационно предприятие не е особено лесна, тъй като финансовите пазари изпитват известни трудности. Независимо от това, по отношение на оценката на цената на капитала КРС счита, че следва да се създаде известна регулаторна сигурност, да се предвиди една по-дългосрочна перспектива (за периода 2012 до 2015 г.) и също така да се вземат предвид тенденциите в данните за развитието на пазарите в множество различни страни.

Настоящият консултативен документ представя:

- методологията WACC и основните ѝ принципи;
- източниците на стойностите на основните параметри, отнасящи се до цените на привлечения и собствения капитал на дадено предприятие, и аспектите на колебанията в риска и възвръщаемостта;
- номиналните норми на възвръщаемост и лихвени проценти (не са използвани норми на възвръщаемост и лихвени проценти в реално изражение);
- редица други въпроси, по които се иска становището на заинтересованите страни.

КРС провежда обществени консултации относно предлаганата методология и възможните източници на информация преди окончателното определяне на стойностите на WACC за фиксирани и мобилни

РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ

оператори, като резултатите от тези консултации са от изключително значение относно предлаганите от регулатора стойности. Основните констатации, източници и допускания за стойностите са изложени подробно в този документ и могат да бъдат обобщени както следва:

- стойността на WACC за фиксираните оператори вероятно ще е по-ниска от тази за мобилните оператори, основно поради по-ниския бета коефициент, определен от финансовите пазари;
- при определяне на цената на привлечения капитал безрисковата норма на възвръщаемост следва да се основава на емитираните български държавни ценни книжа (ДЦК);
- премията (надбавката/добавката) при определяне на цената на привлечения капитал се базира на реалната премия, която БТК плаща за дългосрочните си задължения;
- нивото на финансовия лост (т. е. съотношението между стойността на привлечения капитал и сбора на собствения и привлечения капитал) следва да представя средната тенденция за предприятията или, алтернативно, да се основава на експертни прогнози;
- рисковата премия (надбавка) за страната се основава на скалата на кредитните рейтинги (Credit Default Spread) изчислени от рейтинговата агенция Moody's;
- рисковата премия (надбавка) за собствения капитал е осреднения тренд на европейски оператори.

Бета коефициенти за собствения капитал:

- за фиксираните оператори се ползва стойността на бета коефициента, изчислена от Фондовия пазар за БТК, тъй като предприятието все още има най-висок пазарен дял по отношение на предоставянето на електронни съобщителни услуги чрез фиксирана мрежа;
- по отношение на мобилните оператори КРС счита, че пазарът на електронни съобщителни услуги, предоставяни чрез мобилни мрежи не се отклонява съществено от пазара на електронни съобщителни услуги като цяло. В тази връзка за целите на определянето на бета коефициента за всеки от участниците на пазара се калкулира среднопотеглена стойност въз основа на пазарния дял, който се явява теглови коефициент;
- данъчната ставка е пределната данъчна ставка за България.

Подчертава се, че тези стойности се считат за представителни и са определени въз основа на информация от множество източници, които са посочени в настоящия документ, с оглед пълнота на информацията, която се предоставя на заинтересованите страни, за да изразят информирано становище.

Бележки на предприятията

2. Според СЕК при описания подход за определяне на стойностите на бета коефициентите за собствения капитал по отношение на мобилните оператори се оказва, че един и същ пазарен дял се взема предвид два пъти, което води до неточност на модела.

Становище на КРС

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Твърдението на СЕК, че един и същ пазарен дял се взема предвид два пъти при определяне на стойностите на бета коефициентите за собствения капитал за мобилните оператори, е невярно. КРС подчертава, че пазарният дял на всеки от мобилните оператори се явява теглови коефициент при определянето на бета коефициента.

2.3 Становище на КРС относно постъпилите коментари

Структурата на консултативния документ се запазва, като след въпросите, поставени по всяка от точките, са добавени коментарите на предприятията, както и становището на КРС. КРС посочва, че представените на обществени консултации експертни оценки на WACC са в съответствие с предложената методология.

3 Методология за определяне на среднопретеглена цена на капитала WACC

3.1 Теоретична постановка: WACC и МОКА

Основният принцип, обуславящ изчисляването на WACC е, че винаги потенциални, външни инвеститори, които са инвестирали в дадено предприятие, имат избор дали да инвестират в дългови инструменти или фирмени акции (собствен капитал). Решението включва оценка на финансовата структура на предприятието; пазарите, на които то оперира; данъчния режим, под който функционира предприятието; опита на мениджърския екип и бъдещите му перспективи. От своя страна моделът за оценка на капиталовите активи (МОКА) се основава на презумпцията, че пазарите са ефективни и инвеститорът следва да бъде компенсиран само за рисковия елемент, който не може да бъде диверсифициран чрез портфейл от активи (акции).

3.2 Формули

Формулата, чрез която се определя WACC, включва следните елементи:

$$WACC = R_e * E / (D+E) + R_d * (1-t) * D / (D+E),$$

където:

- R_e = цена на собствения капитал (cost of equity)
- R_d = цена на привлечения капитал (cost of debt)
- D = пазарна стойност на привлечения капитал (debt)
- E = пазарна стойност на собствения капитал (equity)
- $D / (E+D)$ = съотношение между привлечения и собствения капитал (gearing)
- t = пределна данъчна ставка (marginal tax rate)

Формулата за калкулиране на цената на собствения капитал в съответствие с МОКА включва следните елементи:

$$R_e = R_f + b * (R_m - R_f),$$

където: R_e = цена на собствения капитал (cost of equity)

- R_m = пазарна рискова премия
- R_f = безрискова норма на възвръщаемост (доходност)/безрискова премия (Risk free rate)
- b = коефициент бета
- $R_m - R_f$ = рискова премия за собствения капитал (equity risk premium)

Дефинициите на отделните компоненти са изложени и разгледани в следващите раздели на настоящия консултативен документ.

Въпрос 1. Съгласни ли сте, че методологията за определяне на WACC, както е изложена в настоящия консултативен документ, е правилният начин за изчисляване на цената на капитала?

Бележки на предприятията по въпрос 1:

1.1. Принципно „Българска телекомуникационна компания” АД (БТК) е съгласна с използването на модела МОКА (CAPM), но според предприятието формулата за калкулиране на цена на собствения капитал следва да се допълни с:

- премия за странови риск (Country Risk) и
- премия за специфичен риск (Specific Risk Premium), приложима за услугите, предоставени чрез фиксираната мрежа за достъп и фиксираната опорна мрежа, предвид негативната тенденция в развитието на услугите, субституцията с мобилни услуги и силната регулация на тези фиксирани услуги.

Формулата следва да се допълни по следния начин:

$$Re = Rf + b * (Rm - Rf + C) + SRP, \text{ където}$$

C – странови риск

SRP – премия за специфичен риск

1.2. “Космо България Мобайл” ЕАД (Глобул) приема методиката, като иска КРС да обясни дали WACC се изчислява преди или след отчисляване на данъците.

Дружеството обръща внимание, че WACC преди данъчно облагане е такава, предвидена да позволи заплащане на данъци. Когато се приложи към капиталова основа, показва оперативната печалба, необходима за плащането на данъци и лихви, като в същото време осигурява на акционерите очакваната възвръщаемост.

За целите на капиталовото бюджетиране компаниите обикновено изчисляват WACC на базата на вече платени данъци, въпреки че от гледна точка на регулацията трябва да се използва WACC преди данъчно облагане. Според Глобул това е необходимо да се прави, защото данъкът върху печалбата в разходните модели не се определя като разход.

Дружеството посочва, че WACC след данъчно облагане трябва да бъде, както следва:

WACC след данъчно облагане = Цена на привлечения капитал \times (1 - t) \times Съотношение между привлечения и собствения капитал + (Цена на собствения капитал) \times (1 - Съотношение между привлечения и собствения капитал)

Според Глобул WACC преди данъчно облагане се изчислява, както следва:

$$WACC \text{ преди данъчно облагане} = WACC \text{ след данъци} / (1 - t)$$

Предприятието отбелязва, че във формулата, предоставена от КРС в т. 3.2, данъчната тежест, на която са обект операторите, не е взета предвид поради левъридж ефектът, който причинява. Въпреки това, във фигура 6 на страница 21 WACC след данъци отчита данъчната тежест.

1.3. „Мобилтел” ЕАД (Мобилтел) подчертава, че по отношение на предприятия, които са собственост на международни дружества и които биват финансирани от тях, счита за подходящо да се използва стойността на WACC, изчислена за съответния собственик и/ или група от предприятия, включващ корекция за риска на страната и приложим съответно към конкретното национално предприятие.

1.4. Според СЕК изчисляването на цената на привлечения капитал следва да се извърши на база реалните заеми по счетоводни данни на предприятието, а не на база експертна оценка, за да се избегне изкривяване на крайния резултат поради възможна субективност на експертната оценка и на определени допускания.

Становище на КРС

Моделът МОКА обхваща риска, свързан с инвестирането в определена държава като отчита безрисковата норма на възвръщаемост, тъй като определянето на последната се влияе от възприемането на риска за конкретната държава от страна на инвеститорите. Добавянето на премия за странови риск, както предлага БТК, би довело до двойно отчитане на този риск. По отношение на специфичния риск за услуги от фиксирана опорна мрежа не биха могли да се изведат специфични данни като Бета коефициент за тези услуги и във всеки случай всички фиксирани телефонни услуги ще бъдат отчетени при определянето на описаните рискове, тъй като определянето на последните е свързано с оценка на цената на капитала, която конкретното предприятие в цялост заплаща за набирането на капитали. В този смисъл среднопретеглената цена на капитала за определено предприятие включва в себе си специфичния риск за всички стоки и/или услуги, предоставяни от предприятието. Поради изложеното не е необходимо да се коригира предложението.

По отношение на коментара на Глобул КРС потвърждава, че представената среднопретеглена цена на капитала WACC е преди данъчно облагане, която е подходящата норма на възвръщаемост, ползвана при определяне на цени на регулирани услуги. Предложените от предприятието формули не се различават от представените в консултативния документ и няма предложение, което да предполага промяна на възприетия подход.

Във връзка със забележката на СЕК следва да се отбележи, че WACC е дългосрочна оценка на подходящата норма на възвръщаемост и не би трябвало да се базира на исторически счетоводни данни с изключение на случаите, когато тези данни дават разумна индикация относно бъдещото развитие. С оглед на представените цели са направени подходящи допускания относно ефективно финансиране, което се отнася за сектора като цяло.

Предложението на Мобилтел за ползване стойността на WACC на международни дружества, собственици на предприятия, опериращи в България, е неприемливо, тъй като стойността на WACC, изчислена за съответния собственик и/или група от предприятия, не отразява обективно цената на капитала, която конкретното предприятие заплаща за набиране на капитали, а представя оценка на този показател за групата от предприятия като цяло. Същевременно представената в настоящия документ среднопретеглена цена на капитала отразява нормата на възвръщаемост на мобилен оператор, който развива дейността си само в България, поради което не е необходимо да се коригират рисковите фактори, свързани с по-широките международни дейности на групата.

3.3 Цена на привлечения капитал

Цената на привлечения капитал включва две компоненти: безрискова норма на възвръщаемост и рискова премия/надбавка. Предприятията, предоставящи електронни съобщителни услуги чрез фиксирани и/или мобилни мрежи, могат да привличат дългово финансиране от различни източници: финансови институции, местни и международни пазари или заеми, например от компаниите майки. Цената на привлечения капитал може да се изчисли посредством три основни подхода:

- Използване на счетоводна информация и данни за текущи заеми, т.е. реални лихвени проценти от счетоводната документация на предприятието;
- Експертна оценка на ефективното лихвено равнище за кредитиране с оглед внасяне на корекции, в случай че се прилагат по-високи или по-ниски лихвени нива за кредитиране;

РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ

- Експертна оценка на Безрисковата норма на възвръщаемост + Дългова премия/надбавка (отразяваща по-високия финансов риск на съответния пазар или предприятие), с използване на публикувани данни за тези параметри.

КРС предвижда да използва последния от горепосочените методи, при който се прави експертна оценка на безрисковата норма на възвръщаемост и дълговата премия, предвид факта че този метод най-точно отразява дългосрочния подход. Дълговата премия е добавката, която облигационерите желаят да получат над безрисковата норма на възвръщаемост като компенсация за риска, който поемат в случай на неплащане.

В контекста на изчисляването на WACC цената на привлечения капитал е свързана с разходите на предприятието за привличане на капитал, за да финансира дейностите и инвестициите си на конкретен пазар. Факторите, които оказват влияние върху цената на привлечения капитал, включват:

- начин на изчисляване на нормите на възвръщаемост – в реално или номинално изражение;
- нивата на риск (от спиране на плащанията/неизпълнение, като може да се приложи относимия за държавните ценни книжа или за местния пазар, например българския пазар на фиксирани или мобилни електронни съобщителни услуги);
- валутата на кредитиране;
- лихвени проценти по държавни ценни книжа – местни или международни;
- исторически тенденции или последни равнища на лихвите/изискуемите норми на възвръщаемост;
- продължителност (срок до падежа/матуритет);
- лихви по кредити на конкретното предприятие и кредитния му рейтинг;
- разходи по транзакции (които може да отразяват въпроси за ликвидността);
- данъчен режим.

Тези фактори са разгледани в следващите точки, заедно с някои сравнения и предварителни оценки на параметрите на цената на привлечения капитал, които могат да бъдат включени в WACC.

3.4. Реални или номинални показатели и инфлация

Нормите на възвръщаемост могат да се изчисляват в реално или номинално изражение. Реалните отразяват изискуемата доходност без да се отчитат нивата на инфлацията. КРС предвижда да използва номинални стойности при определянето на WACC. Безспорно, равнищата на инфлация варират в различните страни, като инфлационният процент за България понастоящем е 4,5%.

Въпрос 2. Съгласни ли сте, че за изчисленията на WACC следва да се използват номинални стойности?

Бележки на предприятията по въпрос 2:

2.1. Мобилтел отбелязва, че КРС е изследвала значението на инфлационния индекс, но в документа не е отразен неговия ефект.

2.2. Според Глобул с позволяването на номинална възвращаемост на активите, инвеститорите са компенсирани както за алтернативната цена на капитала, така и за очакваната инфлация. Според дружеството, WACC трябва да се представя в номинални изразения.

Становище на КРС

Във връзка с коментарите на предприятията КРС обръща внимание, че моделите за определяне на дългосрочните допълнителни/инкрементални разходи са разработени така, че да калкулират разходите в номинално изразение, което от своя страна налага WACC да се определя също в номинално изразение. Също така се отбелязва, че безрисковата норма на възвращаемост включва измерването на инфлацията.

3.5. Безрискова норма на възвращаемост/безрискова премия

Безрисковите норми на възвращаемост са отправна точка за изчисляване на възвращаемостта при моделите за определяне на разходите. Рискът във финансите се разглежда като отклонение на реалната възвращаемост от очакваната такава. За да бъде една инвестиция безрискова, то реалната доходност следва да бъде винаги равна на очакваната доходност и трябва да изключва всички рискове, свързани с неплащане или реинвестиране. В тази връзка за безрискова инвестиция се приемат държавни ценни книжа (ДЦК) с нулев купон, обикновено дългосрочни, макар че това допускане не винаги е вярно в сегашните пазарни условия.

Норма на възвращаемост на българските ДЦК

Преди всичко е необходимо да се разгледа ситуацията в държавата и капиталовите пазари в България. Тези пазари все още са ниско ликвидни, особено по отношение на броя трансакции, осъществявани на пазара. Доходността на българските ДЦК варира в зависимост от валутата, в която са деноминирани и матуритета им.

Оценката на възвращаемостта, която ще бъде използвана, може да е базирана на исторически тенденции (ако има налични данни) или на нормите на възвращаемост по наскоро емитирани ДЦК. Последните може би по-добре отразяват перспективите за бъдещото развитие, но трябва да бъдат осреднени по един или друг начин. КРС счита също така, че е важно матуритетът на ДЦК да съответства на предвиждания от регулатора хоризонт, както и от полезния живот на дълготрайните активи, които от своя страна са вид инвестиция.

В идеалния случай, безрисковата норма на възвращаемост следва да се определя във валутата, в която се измерват паричните потоци и се деноминират дългосрочните задължения на предприятието. Към момента на съставяне на този документ, българското правителство е емитирало облигации:

- с матуритет март 2016 г., което приблизително съвпада с разглеждания период;
- при норма на възвращаемост в размер на 4%;
- деноминирана в евро.

Факторът, който трябва да се има предвид при експертното определяне на безрисковата норма на възвращаемост, е кредитоспособността на правителството, което издава облигациите. През 2008 г. при оценка на рейтинга на различните държави според агенция Moody's за България и Румъния е определен **Ваа3**, докато Русия получава **Ваа2**. Облигациите, емитирани на тези пазари, по принцип се считат за по-рискови отколкото тези на по-развитите европейски икономики, и могат да включват в една или друга степен елемент, наречен „рискова премия за страната“ (Country Risk Premium – CRP), който е

разгледан в т. 3.9 по-долу във връзка с риска за собствения капитал. Наскоро Moody's преразгледа своята оценка за България, като към момента рейтингът за страната е **Vaa2**, което отразява стабилна перспектива и отчита сериозните подобрения, постигнати през последните няколко години.

Международни сравнения по отношение на държавните ценни книжа

С оглед преценка на безрисковата норма на възвръщаемост в България могат да се разгледат международните тенденции или съпоставими стойности. Едно задълбочено изследване върху историческите тенденции на безрисковите норми на възвръщаемост бе проведено наскоро от автора А. Damodaran в "What is the risk free rate? – a search for the basic building block" („Каква е безрисковата норма на възвръщаемост? Търсене на основния градивен блок“), декември 2008 г.

Изследването показва, че за периода 1928 – 2007 г. безрисковата норма на възвръщаемост за книжа в щатски долари е била 5,32%, а за периода 1958 – 2007 г. същата е била 6,7%. Докато от една страна има дълги периоди на стабилни лихвени нива, от друга страна те са осеяни с периоди на относителна колебливост (волатилност).

Оценка на безрискова норма на възвръщаемост за фиксирани и мобилни оператори

Извън развитите капиталови пазари като този на САЩ или Обединеното Кралство няма много исторически данни за лихвените равнища по дългосрочните ценни книжа, но се забелязва, че колебливостта при слабо развитите страни е по-висока, най-вече заради предвижданията за инфлационните нива за даден период от време.

КРС е на мнение, че безрисковата норма на възвръщаемост, като компонент на цената на привлечения капитал, трябва да е една и съща за фиксирани и мобилните оператори в България.

На този етап КРС счита, че безрисковата норма на възвръщаемост, като част от очакваната доходност от привлечения капитал, в голяма степен следва да отразява нормата на възвръщаемост на българските ДЦК със съответния матуритет, и може да е от порядъка на 4%. Тази стойност се залага в моделите за определяне на разходите като входен параметър.

3.6. Цена на привлечения капитал – рискова премия

Едно предприятие разполага с различни източници за финансиране на своите активи, като краткосрочни или дългосрочни привлечени средства, както и финансиране под формата на акции или дялове. Оптималната структура на капитала, или съотношението „привлечен капитал/собствен капитал“ (т.е. финансов лост/ливъридж, англ. gearing или leverage), е разгледана отделно в точка 3.7 по-долу.

Предвид факта, че финансовият лост има ефект върху разходите, тук се разглеждат дългосрочните задължения или облигации, които предприятието може да емитира на местния пазар или на пазарите в други страни. По същество този разход е надбавката (премията) над безрисковата норма на възвръщаемост, отразяваща по-големия финансов риск.

Дълговата премия се оценява по-лесно, тъй като позволява да се използват данни, подлежащи на обективна проверка, от документацията и публикуваните годишни финансови отчети на предприятията, национални или международни. Дълговата премия може да бъде изведена от пазарни данни, ако самото предприятие е емитирало свои облигации.

Рискови премии по български дългови инструменти

Разглеждайки първо България, е видно, че нито едно от местните предприятия, предоставящи електронни съобщителни мрежи и/или услуги, не е емитирало наскоро облигации в местна валута на българския пазар. Независимо от това, може да се разгледа отчетната стойност на привлечения капитал, която може да се използва за целите на определянето на цената на капитала.

Както бе отбелязано, докато се разработваше настоящият документ, Българската телекомуникационна компания (БТК – предприятие, предоставящо електронни съобщителни услуги, както чрез фиксирна, така и чрез мобилна мрежа), има дългосрочни задължения в размер на приблизително 1 милиард лева, деноминирани в евро, при лихви между 3,05%, 3,55% и 3,88% на транш или около два базови пункта над EURIBOR. Тези нива на доходност са по-ниски от доходността по държавните ценни книжа, които са публикувани. Това не са нивата, които са очаквани в общия случай, макар че съответстват на оценките, които Moody's прави за спредовете по облигациите за страни с рейтинг Ваа2 като България (виж фигура 1 по-долу).

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Фигура 1: Скала с кредитните рейтинги (Credit Default Spreads) за отделните държави – януари 2011 г.

| <i>Рейтинг на Moody's</i> | <i>държавни облигации (ДЦК)/CDS</i> | <i>Корпоративни облигации</i> |
|---------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|
| Aaa | 0,00% | 0,50% |
| Aa1 | 0,25% | 0,60% |
| Aa2 | 0,50% | 0,65% |
| Aa3 | 0,70% | 0,75% |
| A1 | 0,85% | 0,85% |
| A2 | 1,00% | 1,00% |
| A3 | 1,15% | 1,10% |
| Baa1 | 1,50% | 1,30% |
| Baa2 | 1,75% | 1,60% |
| Baa3 | 2,00% | 2,05% |
| Ba1 | 2,40% | 2,90% |
| Ba2 | 2,75% | 3,35% |
| Ba3 | 3,25% | 3,50% |
| B1 | 4,00% | 3,75% |
| B2 | 5,00% | 5,00% |
| B3 | 6,00% | 6,00% |
| Caа1 | 7,00% | 7,75% |
| Caа2 | 8,50% | 10,00% |

Възможно е да се използва нормата на възвръщаемост по държавните ценни книжа (като представителна стойност за безрисковата норма на възвръщаемост), приложими за съответния кредитен рейтинг и тази норма да се коригира с реалната дългова премия, заплащана от предприятията като надбавка за разликата в риска, който инвеститорите в инструменти с фиксирана норма на възвръщаемост ще трябва да поемат на българския телекомуникационен пазар. КРС счита това за разумен подход поради:

1. Нестабилността на капиталовите пазари и наблюдаваната напоследък колебливост на едни или други правителствени облигации;
2. Структурата на собственост на българския пазар;
3. Относително ниската ликвидност на българския пазар на облигации.

С използването на този метод се избягва проблемът със значителните флуктоации на фиксираните лихвени равнища, което на свой ред създава по-стабилна основа за решенията на регулатора относно определянето на цените на електронните съобщителни услуги. В идеалния случай избраните стойности се доближават до пазарните тенденции в дългосрочен план и изключват значителните колебания,

РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ

дължащи се на необичайни обстоятелства или на особеностите на конкретния пазар. При сега наличните данни, този подход води до леко отрицателна дългова премия в размер на 0,12% (4% минус доходността по третия транш от 3,88%).

Съпоставка с рисковите премии по дълговите инструменти на предприятия, предоставящи електронни съобщителни мрежи и/или услуги в други държави

Като алтернатива, дълговата премия може да се изведе от разликата (спреда) между нормата на възвръщаемост по корпоративните облигации и безрисковата доходност за група сходни предприятия. В идеалния случай матуритетът на съпоставимите облигации трябва да е сходен с периода на безрисковата норма на възвръщаемост, с която се сравняват. В изследване проведено за IRG (2009 г.) WIK прави оценка, в резултат на която определя, че дългосрочната дългова премия за фиксирани и мобилни оператори ще се запази на равнище 1,1%.

Горепосочените оценки са по-ниски в сравнение с дълговите премии, които се определят на капиталовите пазари за оператори като ВТ и ДТ (предоставят фиксирани и мобилни услуги). Към момента на изготвянето на настоящия документ, дълговата премия и за двете посочени компании (съгласно котировката на Bloomberg от 17/10/11) е в размер на 2,5%.

Оценка на дълговата премия за предприятия, предоставящи електронни съобщителни услуги чрез фиксирани и/или мобилни мрежи

КРС е на мнение, че по отношение на привлечения капитал що се отнася до дълговите премии, следва да се прилага една и съща ставка за фиксирани и мобилните оператори в България.

Цена на привлечения капитал – обобщение

КРС предвижда да прилага реалната калкулирана доходност по дългосрочните задължения на БТК в размер на 3,88%, като стойност на параметъра цена на привлечения капитал за целите на определянето на среднопретеглената цена на капитала (WACC).

Въпрос 3. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите, изложени в този консултативен документ по отношение на цената на привлечения капитал, представляват подходяща база, която да бъде заложена при определянето на WACC?

Бележки на предприятията по въпрос 3:

3.1. Според БТК за безрискова норма следва да се ползва дългосрочният лихвен процент за оценка на степента на конвергенция (Long Term Interest Rate for Convergent Purposes), публикуван от БНБ и Европейската централна банка, базиран на доходността на дългосрочна ценна книга (бенчмарк), емитирана от Министерството на Финансите на РБ в размер на 5.23% към декември 2011 г.

По отношение на дълговата премия БТК счита за неприемливо предложеното ниво на дълговата премия (Risk Premium) от (-0.12%), тъй като използването на отрицателна дългова премия ще бъде прецедент в практиката и противоречи на финансовата теория. Предприятието посочва, че както в исторически план, така и към момента няма данни за използването на отрицателна стойност за дълговата премия от страни, разглеждани в докладите на ERG. Използването на счетоводните данни от БТК за цената на дълга е некоректно според становището на БТК, тъй като той е на нива, които към момента не могат да бъдат постигнати на пазара и са следствие от финансовата криза.

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Също така предприятието счита, че не се вземат предвид очакванията за развитие на кредитния пазар и др.

Според БТК е логично в цената на дълга на телеком, опериращ в България, да има съществено по-висока премия от двата големи и стабилни оператора, опериращи в страни с най-висок странови рейтинг – Aaa - British Telecom и Deutsche Telekom. БТК посочва, че дълговата премия за целите на BULRIC модела следва да е не по-ниска от 2.5%.

3.2. Мобилтел не може да подкрепи подхода на КРС, който дава приоритет на прилагането на реалната калкулирана доходност по дългосрочните задължения на БТК в размер на 3.88 % пред съответния показател за държавните ценни книжа. Аргументи за избора на този подход не са представени. Мобилтел счита за по-подходящо като показател да се използва risk free rate от 4 % и на тази база да се добави credit default spread.

3.3. Според Глобул трите отделни подхода, представени от КРС за изчисляване на цената на привлечения капитал, са в съответствие с документа на IRG. КРС предлага да се използва методика за изчисляване на привлечения капитал като сумата на безрисковата норма на възвръщаемост и рисковата премия. Въпреки това има несъответствие, тъй като съгласно обобщението: „КРС предвижда да прилага реалната калкулирана доходност по дългосрочните задължения на БТК в размер на 3,88%, като стойност на параметъра цена на привлечения капитал за целите на определянето на среднопетеглената цена на капитала (WACC)".

Дружеството счита, че ако КРС реши да използва като цена на привлечения капитал дългосрочните задължения на БТК, тя не може да използва същата стойност за фиксирани и мобилните оператори, понеже конкретното положение на БТК не е същото като на останалите оператори. Глобул отбелязва, че както е посочено от КРС, цената на привлечения капитал се влияе от множество фактори: ниво на риска, валута на заемите, лихвите по заемите на конкретната компания, кредитният ѝ рейтинг, данъците и т.н. Поради това цената на привлечения капитал на БТК не може да бъде използвана като цена на привлечения капитал на мобилните услуги в България или като цена на привлечения капитал на хипотетичен мобилен оператор.

През последните три години, цената на привлечения капитал на Глобул е била 5,6%.

По отношение на безрискова норма на възвръщаемост предприятието обръща внимание, че документът на IRG посочва, че трябва да се прецени каква референция да се избере (т.е. кои правителства), какъв период на матуритет (т.е. границите на инвестицията, границите на планирането или периодът, който регулацията разглежда), и каква информация да се използва (актуална или историческа, осреднен период).

КРС предлага 4 годишен матуритет, който приблизително съвпада с разглеждания период. Мнението на Глобул е, че този период е много кратък. Доколкото мобилните оператори са бизнес с инвестиции в дълготрайни активи и имайки предвид, че повечето регулатори са изследвали доходността на дългосрочни облигации с 10-годишен матуритет, предприятието предлага да се използва доходността на 10-годишни облигации, като предоставя на вниманието на комисията детайли за емисия с подобни параметри:

Търг #: BG 20 400 12218/11.01.2012

Падеж: 10.5 години (10 години + 6 месеца)

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Предложение: 50 000 000 лева / 5% доходност

Общо получени оферти: 136 340 000 (съотношение на покритие 2.73)

Средна цена: 97.05 лв. (100 лв. номинал)

| | Цена за 100 лв. номинал | Доходност |
|-------------------|-------------------------|-----------|
| Минимална | 97.45 | 5.39% |
| Максимална | 98.84 | 5.21% |
| Средно претеглена | 97.73 | 5.35% |

Глобул счита, че цената на привлечения капитал трябва да се изрази като сума от три части: безрискова норма на възвръщаемост, рисковата премия за страната и премия за привлечения капитал.

Където:

- Безрисковата норма на възвръщаемост се изчислява на базата на доходността на държавни облигации на развита държава;
- Рисковата премия за страната е допълнителната възвръщаемост над безрисковата норма на възвръщаемост, очаквана от инвеститорите за инвестиране в конкретната държава; и
- Премията за привлечения капитал е допълнителната премия (върху рисковата премия на страната), необходима за инвестиция в компанията.

Становище на КРС

КРС не може да се съгласи със становището на Мобилтел относно липсата на аргументи за предложени в консултативния документ подход, който е широко разпространен като практика при определяне на съответния показател.

Според БТК и Глобул би било по-подходящо да се заложи норма на възвръщаемост по ДЦК с по-дълъг срок до падежа, но предвид периода, който се обхваща в моделите, КРС счита, че с оглед съпоставимост на периодите ползването на безрисковата норма на възвръщаемост на ДЦК със срок до падежа еднакъв или приблизително равен на периода, разглеждан в моделите за определяне на дългосрочните допълнителни/инкрементални разходи е по-подходящо.

На обществените консултации КРС представи отрицателна дългова рискова премия в размер на 0,12% в сравнение с безрисковата норма на възвръщаемост. Приложеният подход се подкрепя от представените в настоящия документ данни.

Относно елементите, включени в цената на привлечения капитал, както е посочено в становище на КРС по въпрос 1 от настоящия документ, не би било подходящо включването на риск за съответната държава, предвид отчитането на този риск в безрисковата норма на възвръщаемост за конкретната държава. А по отношение на определянето на безрисковата норма на възвръщаемост КРС подчертава, че този показател се калкулира за всяка държава. Измерител на безрисковата норма на възвръщаемост е доходността по държавните ценни книжа, тъй като това е доходността, която инвеститорите очакват, като отчитат риска от евентуално неплащане.

Предложеният от Глобул подход би бил приложим, в случай че българското правителство не емитира ДЦК и съответно не би могло да се определи каква е безрисковата норма на възвръщаемост за България.

Предвид гореизложеното КРС не приема предложенията на предприятията за ползване на безрискова норма на възвръщаемост на ДЦК с по-голям матуритет и по-висока рискова премия.

3.7. Финансов лост

Финансовият лост представя съотношението между задълженията на едно предприятие и сбора на собствения и привлечения капитал. Това е делът на придобитите активи, които се финансират с привлечен капитал, изчислен по следната формула:

$$FD = D/(E+D)$$

Финансовият лост се определя по формулата $D/(E+D)$, където D и E в идеалния случай представляват пазарната стойност на привлечения и съответно на собствения капитал на предприятието.

За определянето му могат да се ползват отчетните стойности (посочени в годишните финансови отчети), но обикновено това води до значително подценяване на собствения капитал. Според публикуваните финансови отчети към 31 декември 2010 г. Финансовият лост на БТК е в размер на 166%. Ако за собствения капитал се използват пазарни стойности, това съотношение би намаляло на 34,6% на база последна преоценка. В случаите, когато дълговите инструменти на дадено предприятие не са лесно продаваеми, обикновено за изчисляването на WACC се използват отчетни стойности. КРС разбира, че такъв е случаят с българския пазар.

Някои регулатори изчисляват WACC използвайки реалните равнища на финансовия лост, докато други прилагат експертни оценки за ефективните нива на финансовия лост. Прилагането на последния подход обикновено води до намаляване на цената на капитала, тъй като дългът е по-евтин поради по-благоприятното данъчно третиране в сравнение със собствения капитал.

Независимо от това, с увеличаване на задлъжнялостта нараства и рискът от финансови сътресения. Според КРС при равнища над 50% рискът от неплащане на задълженията нараства дотам, че обезсмисля евентуалните данъчни предимства (разгледани в точка 3.12 по-долу), произтичащи от дълговото финансиране.

Влияние на финансовите пазари и международни сравнения по отношение на финансовия лост

Следва да се отбележи, че по време на финансовата криза през 2008 г. равнищата на финансовия лост при повечето предприятия на пазара значително нараснаха и все още не са спаднали под нивата отпреди кризата. За периода април 1990 – март 2007 г. средното равнище на финансовия лост за британските компании се задържа на 25%, но през пазарната криза от 2008 г. нараства рязко на около 39% (CEG – “UK mobile operators’ cost of capital and the financial crisis,” November 2010) (CEG – „Цената на капитала на британските мобилни оператори и финансовата криза“).

Оценката на финансовия лост може да се разгледа и сравни с други пазари, както и с международни осреднени показатели за телекомуникационния сектор. Понятието „ефективно ниво на финансовия лост“ е твърде субективно предвид сложната връзка между структурата и цената на капитала, и естеството на разглежданата индустрия, но използването на международни сравнения е полезно за установяване целевото равнище на финансов лост, което е адекватно за България. Също така,

използването на международни сравнения позволява прилагането на друг важен регулаторен принцип при определяне цената на капитала, а именно, че предприятията не трябва да бъдат компенсирани заради неефективност на техните операции, инвестиции или структура на собственост.

Оценка на финансовия лост на фиксиран оператор

За фиксирания пазар е разумно да се използват реалните равнища на финансовия лост за БТК, тъй като видимо се приближават до средните нива за фиксираните оператори на европейския пазар. Към октомври 2011 г. пазарната стойност на акциите на БТК е 1,7 милиарда лева при нетен дълг от 0,9 милиарда лева, което води до ниво на финансовия лост от 34,6%. Средните равнища, отчитани за европейските оператори до 2009 г., са в размер на 39%.

Оценка на финансовия лост на мобилни оператори

За мобилния пазар, една възможност по отношение на определянето на финансовия лост е да се използва компанията майка на Мобилтел, а именно стойността на Telekom Austria. Към 30 юни 2011 г. нетният дълг възлиза на 3,3 милиарда евро, а пазарната стойност на капитала на дружеството е 4,7 милиарда евро, следователно коефициентът на финансовия лост е 41,125%.

Това обаче води до равнища на финансовия лост, считани за неподходящи за регулаторни цели в България, тъй като са значително над средната величина в световен мащаб от 25% (Bloomberg) и европейската дългосрочна средна стойност за мобилни оператори, която е 29% и е изведена от Copenhagen Economics през 2007 г. КРС счита, че нивото от 25% е ниско за българския пазар, докато Telekom Austria с техните 41,25% са във високата част на скалата. Затова КРС счита, че 35% до 39% е разумен диапазон за целите на изчисляването на WACC.

Въпрос 4. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите по отношение на финансовия лост създават подходяща база за определяне параметрите на WACC?

Бележки на предприятията по въпрос 4:

4.1. Според Глобул методологията посочена в Консултацията не съответства на числото, включено в изчисленията на WACC, поради което не може да предостави коментари.

Според дружеството равнището на финансовия лост, посочено от Блумберг като средно в световен мащаб по-добре отговаря на българския пазар. През последните три години, нивото на финансовия лост за Глобул е между 31.4%, 22.7% и 13.5% съответно за 2009г., 2010г. и 2011г. Средната стойност се равнява на 22,5%, което съответства на средното световно равнище.

Глобул счита, че финансов лост в размер на 22.5% е подходящ с цел изчисляване на мобилната WACC.

Становище на КРС

По отношение на предложението на Глобул следва да се отбележи, че няма пречка да се заложи по-ниска стойност на финансовия лост, но както е посочено в консултативния документ за регулаторни цели ниво на финансовия лост в размер на 25%, което е средната величина в световен мащаб (Bloomberg) е ниско за българския пазар. Още повече намаляването на стойността на този показател води до по-ниска стойност на среднопретеглената цена на капитала, която не отразява реалната изискуема доходност от предприятията.

КРС отбелязва, че оценката на ефективните нива на финансиране може да варира като в крайна сметка условието е показателят да бъде разумен, какъвто е представен в настоящия документ.

3.8. Цена на собствения капитал

Съществуват различни начини и методи за изчисляване цената на собствения капитал. Те могат да включват:

- Модел за нарастване на дивидента;
- Възвръщаемост към заетия капитал;
- Модел за икономическата стойност;
- АРТ (теория на арбитражното ценообразуване);
- Модел за оценка на капиталовите активи (МОКА).

КРС счита, че МОКА е най-подходящият модел за изчисляване на цената на собствения капитал, тъй като се базира на измерими входни данни от фондовите пазари и е най-често използваният от европейските регулаторни органи.

Модел за оценка на капиталовите активи

МОКА предлага следната формула за изчисляване цената на собствения капитал:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Цената на собствения капитал се разглежда просто като сбор на:

- Безрисковата норма на възвръщаемост (R_f), която се заплаща на инвеститор в ДЦК, плюс;
- Разликата между пазарната рискова премия (R_m) и безрисковата норма на възвръщаемост (R_f) – т.е. рисковата премия за собствения капитал или ERP (Equity Risk Premium);
- Умножено по коефициента бета (β), който измерва съотношението между риска за конкретната инвестиция и пазарния риск.

Освен това има рискова премия за страната (Country Risk Premium) и тези фактори са разгледани по-долу.

Въпрос 5. Съгласни ли сте, че МОКА е предпочитаният метод за изчисляване на цената на собствения капитал за целите на WACC?

Бележки на предприятията по въпрос 5:

5.1. БТК е съгласно с използването на МОКА, като посочва, че следва да се вземат предвид предложените допълнения в отговора на въпрос 1.

5.2. Както е посочено в отговор № 1, Глобул счита, че МОКА е предпочитаният метод за изчисляване цената на собствения капитал, тъй като е най-често използван от Европейските регулатори.

Становище на КРС

Предприятията подкрепят използването на предложения метод за изчисляване на цената на собствения капитал, като не са направени предложения, изискващи промяна в представения подход.

3.9. Рискова премия за собствения капитал

Рисковата премия за собствения капитал отразява оценката на инвеститора за размера на риска в дадена икономика или пазар и каква цена определя за този риск. Въпреки че има няколко модела за определяне на риска и възвръщаемостта във финансовата теория, които опитват да уловят този параметър, всички те дефинират риска като отклонение на реалната от очакваната възвръщаемост. С други думи, рискът е нисък, когато реалната възвръщаемост е близка до очакваните стойности. Също така, при тези модели се приема, че рискът за собствения капитал трябва да се измерва от позицията на последния инвеститор, който инвестира в добре диверсифициран актив (това често се нарича „ефект на портфейла“).

Рисковата премия за собствения капитал може да се извежда от исторически данни, както и от последни наблюдения. ERP може също така да се изчислява като геометрична или аритметична средна стойност. Геометричната средна стойност е средното изпреварване на ръста на собствения капитал спрямо безрискова инвестиция, докато аритметичната е простата средна стойност на допълнителната доходност за даден период. В международната регулаторна практика се използва аритметичният метод, който неминуемо дава по-високи стойности.

Освен с риска, произтичащ от реалната икономика и „шума“ на отчетените индекси, капиталовите инвеститори трябва също така да се съобразят с допълнителния риск, произтичащ от липсата на пазарна ликвидност. Ако инвеститорите са принудени да приемат високи транзакционни разходи при ликвидирането на капитала или тежки отстъпки при продажбата, те ще платят по-малко за акциите и ще изискват по-висока премия за собствения капитал.

Местни данни или сравнителен подход

Българските капиталови пазари все още са по-слабо развити от тези в добре развитите икономики. Повечето пазарни проучвания са правени в САЩ и при липсата на задълбочени изследвания върху движенията и цените на капитала в България, КРС предлага да се използва сравнителният подход.

Както при оценката на дълговата премия, друго съображение е потенциалното влияние на финансовата криза върху отчетените данни за пазарния риск и коефициентите бета. По време на кризата премиите за пазарния риск достигнаха много високи равнища. Все пак, когато пазарните условия се върнат към по-нормални равнища, рисковата премия за собствения капитал може да се върне към по-устойчиви нива.

В доклад от февруари 2007 г., Merrill Lynch отчита средна рискова премия за собствения капитал в размер на 3,5%, но показателят скача на 4,1% към март след спад на пазара и се връща на 3,76% през януари 2010. През 2010 г. премиата се задържа на около 3,0%, а през януари 2011 е 3,89%. Анализаторите на Merrill Lynch използват извадки, за да направят оценка на ERP. Но тъй като се предполага, че регулаторната перспектива е по-дългосрочна, не винаги е подходящо да се използват проценти от последните години.

Най-комплексното изследване за съпоставителни цели е това на Dimpson, Marsh и Staunton (2002 и 2008), които оценяват нормите на възвръщаемост на собствения капитал за 17 пазара и получават глобални рискови премии. При последната актуализация от 2011 г., те дават рисковите премии от 1900 г. до 2010 г. за 19 пазара.

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Фигура 2: Исторически рискови премии за различни капиталови пазари до 2010 г. (в %)

| Страна | Акции минус краткосрочни държавни облигации | | | | Акции минус дългосрочни държавни облигации | | | |
|--------------------|---|--------------------|-------------------|-----------------------|--|--------------------|-------------------|-----------------------|
| | Геометрична средна | Аритметична средна | Стандартна грешка | Стандартно отклонение | Геометрична средна | Аритметична средна | Стандартна грешка | Стандартно отклонение |
| Австралия | 6,7% | 8,3% | 1,7% | 17,6% | 5,9% | 7,8% | 1,9% | 19,8% |
| Белгия | 2,9% | 5,5% | 2,3% | 24,7% | 2,5% | 4,9% | 2,0% | 21,4% |
| Канада | 4,2% | 5,6% | 1,6% | 17,2% | 3,7% | 5,3% | 1,7% | 18,2% |
| Дания | 2,8% | 4,6% | 1,9% | 20,5% | 2,0% | 3,4% | 1,6% | 17,2% |
| Финландия | 5,9% | 9,5% | 2,9% | 30,2% | 5,6% | 9,2% | 2,9% | 30,3% |
| Франция | 6,0% | 8,7% | 2,3% | 24,5% | 3,2% | 5,6% | 2,2% | 22,9% |
| Германия* | 5,9% | 9,8% | 3,0% | 32,0% | 5,4% | 8,8% | 2,7% | 28,4% |
| Ирландия | 3,0% | 5,3% | 2,0% | 21,5% | 2,9% | 4,9% | 1,9% | 19,8% |
| Италия | 5,8% | 9,8% | 3,0% | 32,0% | 3,7% | 7,2% | 2,8% | 29,6% |
| Япония | 5,9% | 9,0% | 2,6% | 27,7% | 5,0% | 9,1% | 3,1% | 32,8% |
| Нидерландия | 4,2% | 6,5% | 2,2% | 22,8% | 3,5% | 5,8% | 2,1% | 22,2% |
| Нова Зеландия | 4,1% | 5,7% | 1,7% | 18,3% | 3,8% | 5,4% | 1,7% | 18,1% |
| Норвегия | 3,0% | 5,9% | 2,5% | 26,5% | 2,5% | 5,5% | 2,7% | 28,0% |
| Южна Африка | 6,2% | 8,3% | 2,1% | 22,1% | 5,5% | 7,2% | 1,9% | 19,6% |
| Испания | 3,2% | 5,4% | 2,1% | 21,9% | 2,3% | 4,3% | 2,0% | 20,8% |
| Швеция | 4,3% | 6,6% | 2,1% | 22,1% | 3,8% | 6,1% | 2,1% | 22,3% |
| Швейцария | 3,4% | 5,1% | 1,8% | 18,9% | 2,1% | 3,6% | 1,7% | 17,6% |
| Обединено Кралство | 4,3% | 6,0% | 1,9% | 19,9% | 3,9% | 5,2% | 1,6% | 17,0% |
| САЩ | 5,3% | 7,2% | 1,9% | 19,8% | 4,4% | 6,4% | 1,9% | 20,5% |

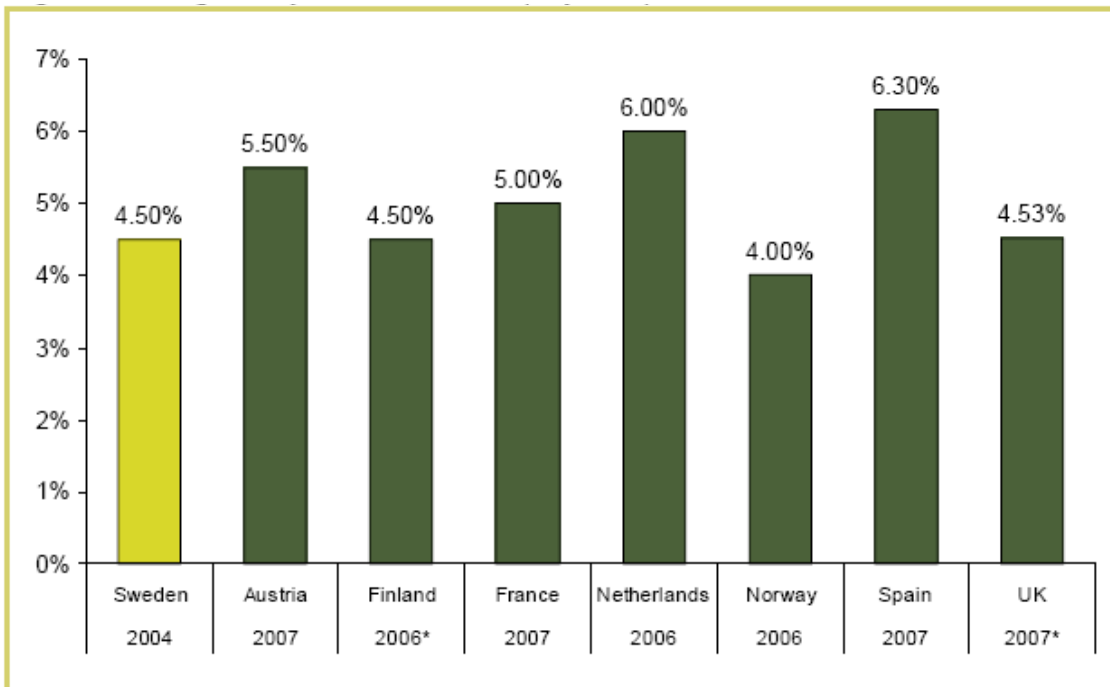
⁴⁷ Dimson, E., P. Marsh and M. Staunton, 2002, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns (Триумф на оптимистите: 101 години глобална инвестиционна доходност)*, Princeton University Press, NJ; Dimson, E., P. Marsh and M. Staunton, 2008, The Worldwide Equity Risk Premium: a smaller puzzle, Chapter 11 in the Handbook of the Equity Risk Premium (Световната рискова премия за собствения капитал: по-малък ребус, гл. 11 в Наръчника по рискова премия за собствения капитал), ред. R.Mehra, Elsevier.

⁴⁸ *Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook (Credit Suisse – Справочник по глобална възвръщаемост на инвестициите)*, 2011 Credit Suisse /London Business School. Обобщени данни са налични на уебсайта на Credit Suisse.

Подходи на различните регулатори към стойностите на ERP

Източник за съпоставка с други регулатори са стойностите за ERP, приети от европейски регулаторни органи, които варират от 4% в Норвегия до 6,3% в Испания. Видно от доклада на Групата на независимите регулатори (IRG) (2007), средната стойност за посочените страни е 5,04%.

Фигура 3: Съпоставка на рисковата премия за собствения капитал, прилагана от други регулаторни органи, 2007 г.



Note: Average 5,04% ;Median 4,76%

Source: Annex C

Отляво надясно: Швеция, Австрия, Финландия, Франция, Нидерландия, Норвегия, Испания, Обединено Кралство

Бел.: Средна стойност 5,04%, медиана 4,76%

Източник: Приложение С

Експертна оценка на рисковата премия за собствения капитал за пазарите на електронни съобщителни услуги предоставяни чрез фиксирана и/или мобилна мрежи

Предвид горните ориентири и сравнения, КРС счита, че рисковата премия за собствения капитал трябва да е около 5% и да е една и съща за пазарите на електронни съобщителни услуги, предоставяни чрез фиксирана и/или мобилна мрежи.

3.10. Стойности на коефициента бета

Коефициентът бета отразява риска на собствения капитал/акциите, свързан с конкретното предприятие, а не с пазара, и представлява коефициент, отразяващ рисковата премия на собствения капитал/акциите при определянето на цената на собствения капитал. Бета за собствения капитал в размер 1,5 означава, че за всеки 1% промяна на пазарния индекс, цената на акциите на съответното предприятие се променя с 1,5%. Обратно, бета 0,5 означава, че доходността на акциите е по-стабилна от тази на пазара, което води до по-нисък риск и следователно по-ниска цена на капитала.

Коефициентите бета се получават от пазара, като зависят от характеристиките на предприятията и изразяват корелация между пазарния риск, присъщ на съответното предприятие и пазарния риск като цяло. Следователно, възможно е инвестиционният риск да е висок от гледна точка на индивидуалния риск, но да бъде нисък от гледна точка на пазарния риск.

Бета, която не отчита финансовия лост и бета, която отчита финансовия лост (безлостова и лостова бета)

Стойностите на коефициента бета, на публичните дружества, са безлостови бета коефициенти (бета на активите на предприятието), която премахва влиянието на финансовия лост на конкретното предприятие. Безлостовата бета трябва да се преобразува в лостова бета (бета на собствения капитал), за да отчете ефектите на финансовия лост за предприятието, за което се изчислява WACC. За целта се използват следните формули:

$$\text{Безлостова бета} = \text{лостова бета} * E / (E+D * (1-t_c))$$

$$\text{Лостова бета} = \text{безлостова бета} * (E+D*(1-t_c))/E$$

Бета за фиксирани и мобилни електронни съобщителни мрежи

Освен трудностите с извеждане на обективни стойности за бета от историческите данни на съпоставими предприятия, оперативният риск, присъщ за фиксираните електронни съобщителни мрежи, за разлика от този за мобилните, варира и освен това не са налични бета стойности за специфичната услуга „терминиране в мобилна мрежа“, т.е. оценки на бета могат да се правят само за предприятието като цяло.

По тази причина, регулаторите често коригират данните за предприятието като цяло. Двете възможни решения са да се използват среднопретеглени стойности за отделните бизнес сегменти, където:

$$\text{Фирмена Beta} = \text{Beta}_{\text{фикс. услуги}} * T_{\text{фикс. услуги}} + \text{Beta}_{\text{моб. услуги}} * T_{\text{моб. услуги}}$$

„Т“ представлява теглото на всеки бизнес сегмент и отразява дела на съответната бизнес единица в общата стойност на предприятието, като ключовият принцип е, че бетата на два актива, събрани заедно, е просто среднопретеглената стойност на бетите на отделните активи. Следователно, бетата на едно предприятие е среднопретеглената стойност на бетите на отделните бизнес единици. На практика това се изчислява много трудно, поради липсата на данни от фондовите пазари за отделните единици.

Алтернативен метод е да се използват приходите, генерирани от отделните бизнес единици, като база за тегловите коефициенти. (New Zealand Telecom, 2005).

Сравнение с европейски оператори

Copenhagen Economics наскоро проведе анализ (за шведския регулатор) на бета коефициентите без да се отчита влиянието на финансовия лост (безлостова бета) на европейски оператори, предоставящи електронни съобщителни услуги чрез фиксирани (2007) и/или мобилни (2008) мрежи.

Фигура 4: Регулаторни референтни данни за безлостовите бети на фиксирани интегрирани оператори, 2007 г.

| Оператор | Безлостова бета (бета на активите) | Устойчива стандартна грешка |
|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|
| TelliaSonera | 1,09 | 0,14 |
| Belgacom | 0,69 | 0,11 |
| BT | 0,83 | 0,13 |
| Deutsche Telekom | 0,69 | 0,14 |
| France Telecom | 0,81 | 0,24 |
| KPN | 0,68 | 0,10 |
| OTE | 0,74 | 0,13 |
| Portugal Telecom | 0,44 | 0,16 |
| TDC | 0,37 | 0,01 |
| Swisscom | 0,44 | 0,16 |
| Telecom Italia | 0,45 | 0,11 |
| Telefonica | 0,65 | 0,12 |
| Telekom Austria | 0,35 | 0,16 |
| Средно (без TelliaSonera) | 0,60 | |

Бел.: Разчетите са базирани на индексите на възвръщаемост на акциите в щатски долари спрямо MSCI World Index. Също така, разчетите са базирани на седмични наблюдения за периода 02.09.2002 – 31.08.2007

Източник: Copenhagen Economics по данни от Datastream

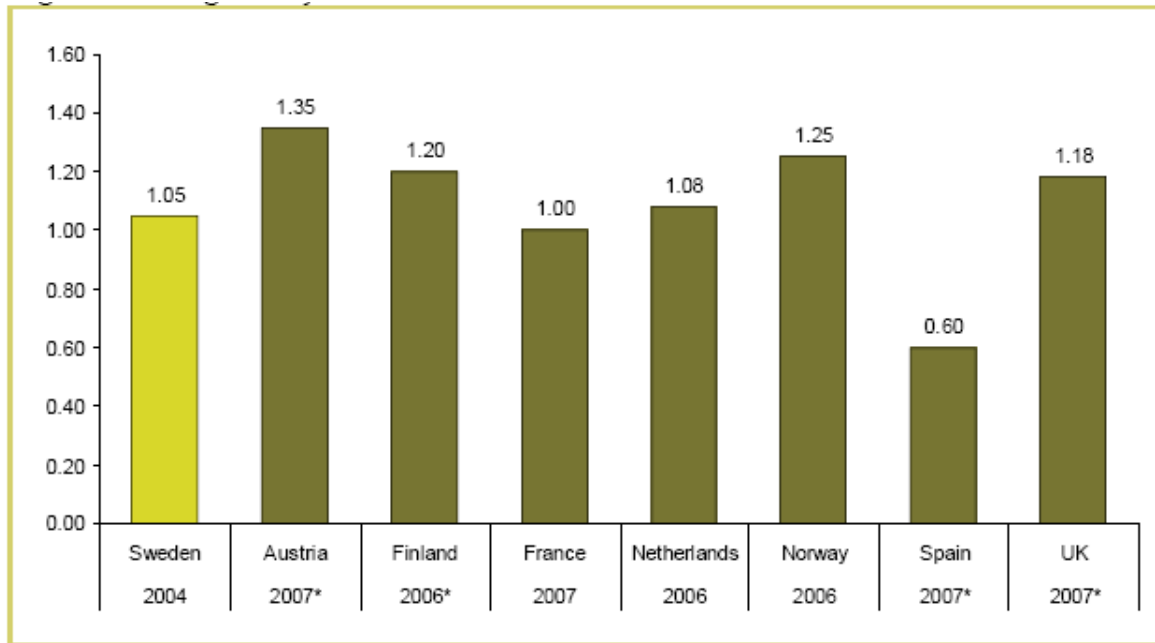
Интересно е да се отбележи, че безлостовите бети на BT, Deutsche Telekom и Telekom Austria са значително по-ниски от борсовите бета индекси, посочени от Bloomberg през октомври 2011 г., съответно 1,06; 0,86 и 0,77.

Избраната извадка се отнася за периода непосредствено преди пика на финансовата криза от 2008 г., когато пазарните рискови премии достигат исторически нива и бетите спадат, отразявайки непроменения рисков профил на тези компании в сравнение с пазарния риск. Същото явление може да се наблюдава и в мобилния сектор.

Опита на регулаторите с коефициентите бета

Данните за стойностите, използвани от регулаторите в отделните страни, са както следва:

Фигура 5: Данни за коефициентите бета (на активите) използвани от регулаторите за мобилните оператори, 2008 г.



*Note: *The beta is defined as a range. The midpoint is reported*

Отляво надясно: Швеция, Австрия, Финландия, Франция, Нидерландия, Норвегия, Испания, Обединено Кралство
Бел.: * Бетата е дефинирана като диапазон. Отбелязана е средната стойност в диапазона.

Независимо кой метод се използва, изключително важно е експертната оценка на бета коефициента да отразява един стабилен регулаторен режим, тъй като внезапните промени се отразяват негативно върху пазара и решенията на потребителите. Освен това, разглежданият период е относително кратък, което дава възможност на КРС да преразглежда резултатите в светлината на ново развитие на пазара.

Оценка на бета за фиксирани оператори

КРС счита, че стойността на настоящата безлостова бета, изчислена от националната и Нюйоркската фондова борса за БТК (Виваком), е подходяща за този пазар и възлиза на 0,560. Тази стойност е в съответствие със съпоставимите данни, представени по-горе.

Оценка на бета за мобилни оператори

Осреднената стойност на бета за европейските мобилни оператори, представени на фигура 5 по-горе, е приблизително 1,05, при което се приема, че мобилният пазар е малко по-рисков от пазара като цяло.

Поради липсата на подробни данни за бетите на мобилните оператори на българския пазар, и предвид по-високите нива на проникване в България спрямо другите европейски страни, КРС е на мнение, че рискът за мобилния пазар е приблизително равен на този за пазара като цяло и при изчисляването на рисковата премия за собствения капитал може да се приложи бета на активите равна на 1.

Въпрос 6. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите при определяне цената на собствения капитал, включително рисковата премия за собствения капитал, риска за страната и стойностите на коефициента бета, представляват адекватна база за изчисляването на WACC?

Бележки на предприятията по въпрос 6:

6.1. БТК счита, че рисковата премия за България следва да е над използваната за Испания 6.30% и по-близо до използваната за Румъния около 7.2%, която е с кредитен рейтинг Ваа3).

По отношение на стойността на коефициента бета БТК предлага за определянето на стойност на коефициента бета да се използва бенчмарк, тъй като българските капиталови пазари са слабо развити и акциите на БТК са трудно (слабо) търгуеми.

По отношение на формулата за изчисляване цената на собствения капитал, както бе споменато при бележките на Въпрос 1, БТК предлага да се добавят две премии:

- Премия за странови риск (Country Risk Premium) – по анализ на А. Дамодаран (A. Damodaran, NYU Stern), отчитащ кредитния рейтинг на страната към януари 2012 г., следва да се ползва странови риск от 2.63%.
- Премия за специфичен риск (Specific Risk Premium), приложима за фиксирания бизнес.

6.2. Мобилтел счита, че използването на най-актуални до текущия момент данни и такива, валидни за страни с близко икономическото и географско развитие на Република България, е ключово за точността на предложената методология, както и за дългия период, в който ще бъде приложена изчислената среднопретеглена цена на капитала.

В тази връзка Мобилтел предлага да бъдат използвани референтни стойности на рисковата премия за собствения капитал на държави-членки като Румъния като страна със сходно икономическо развитие и Гърция като страна със сходно ниво на пазарно проникване и брой на мобилни оператори – съответно 7,2% и 6,8%. Предприятието също така предлага да се използват по-нови изследвания и данни предвид развитата се световна финансова и икономическа криза. Мобилтел счита, че становището му се потвърждава и от анализа на Aswath Damodaran (Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition - February 2011). В тази връзка предприятието счита, че би следвало да се приложи рискова премия около 7,7% (Чехия – 6,9%, Гърция – 9,2%, Унгария – 8,2%, Полша – 5,7%, Румъния – 8,8%, Словения – 7,3%).

6.3. Глобул се съгласява, че следва да се използва една и съща стойност за рисковата премия на собствения капитал (ERP) за фиксиранияте и мобилните оператори, тъй като параметрите показват, че инвеститорите изискват допълнителна доходност, за да приемат системния риск, свързан с инвестирането в пазарен портфейл вместо в безрисков актив. Това е в сила за пазара като цяло, не само за мобилни и фиксирани оператори.

Според дружеството съществува значителен дебат относно подходящия метод за изчисляване на стойността на рисковата премия на собствения капитал. КРС оценява Рискова премия на собствен капитал около 5 %, но предприятието посочва, че от представените данни не става ясно как КРС достига до 5%. Глобул открива някои проблеми в източниците на информация, използвани от КРС.

- Средното равнище, изчислено в доклада на IRG е основано на осем западно-европейски страни: Швеция, Австрия, Финландия, Франция, Холандия, Норвегия, Испания и Великобритания и данните са от 2004г. до 2007г. Всички тези държави, с изключение на една, имат рейтинг ААА в сравнение с Ваа2 за България, поради което, според дружеството, тези страни не са сравними. Друг проблем е, че данните, предоставени от IRG, са от преди 2007г., а ако бъдат използвани по-актуални данни, ще се получи по-висока стойност, както е показано на таблицата по - долу.

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Фигура: Регулаторни Референции на ERP [Източник: Analysis Mason, 2012]

| | <i>Regulatory ERP</i> |
|---|-----------------------|
| <i>СМТ Испания (2010)</i> | <i>7.43%</i> |
| <i>ОРТА Холандия (2010)</i> | <i>6.10%</i> |
| <i>Арсер Франция (2010)</i> | <i>5.00%</i> |
| <i>Търговската комисия на Нова Зеландия (2009)</i> | <i>5.50%</i> |
| <i>Ofcom Великобритания (2009)</i> | <i>4.75%</i> |
| <i>Comreg Ирландия (2008)</i> | <i>5.40%</i> |
| <i>Телекомуникационен регулаторен орган на Бахрейн (2009)</i> | <i>5.60%</i> |
| <i>Cellcom Израел (2009)</i> | <i>6.50%</i> |
| <i>Средно</i> | <i>5.79%</i> |

- *DMS е широко призната като един от най - достоверните източници на исторически оценки и Глобул е съгласно, че анализите направени от DMS представят най-ясната оценка на историческите данни, свързани с възвръщаемостта на пазарната стойност на собствения капитал. Въпреки това, цифрата представя международната рискова премия на собствения капитал и е необходимо да бъде добавена рискова премия на собствения капитал за съответната страна. По-високата рискова премия на собствения капитал за България отразява по-високия риск, който поемат инвеститорите, инвестирайки в страна с не напълно развити капиталови пазари и по-ниска стабилност.*

За страна с кредитен рейтинг Ваа2, а не Ваа3, както е посочено във фигура 1 от Консултацията, подходящата премия, която следва да се прибави към международната ERP е 2.63% по данни на професор Дамодаран¹.

Глобул предлага КРС да използва ERP, изчислена от проф. Дамодаран за България, която е 8.63%. Методологията, която той следва е: за изходна позиция се приема рейтингът на Муди Интернешънъл за съответната страна, въз основа на който той изчислява средната премия за съответния рейтинг върху безрисковата доходност на държавни ценни книжа. Така изчислената премия се добавя към историческата рискова премия за развит капиталов пазар (изчислена от исторически данни за САЩ), за да се получи общата рискова премия.

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

По отношение на стойността на коефициента Бета Глобул отбелязва, че КРС го е оценила, вземайки предвид същите данни, както при изчисляването на рисковата премия на собствения капитал. Поради това има същите коментари както за изчисляването на ERP. Всички държави с изключение на една имат коефициент AAA, срещу Baa2 за България, поради това не могат да бъдат определени като сравними държави.

Дружеството се съгласява, че липсват подробни данни относно коефициента Бета на мобилните оператори в България, но според тях това не е причина да се използва по-нисък коефициент Бета от средния за останалите европейски държави.

Бета е мярка на риска на рисковите активи, свързан с пазарния риск. Глобул не е на мнение, че съществува връзка между процента на проникване на пазара на мобилни услуги и коефициента бета, както е посочено в таблицата по - долу. Например Австрия има най-висока бета 1.35, но има и едно от най-високите нива на проникване 118%.

Figure 1: Betas and mobile penetration (both figures for the same year) [Source: Global Com and CRC]

| | Швеция | Австрия | Финландия | Франция | Холандия | Норвегия | Испания | Великобритания |
|-------------|------------|---------|-----------|---------|----------|------------|------------|----------------|
| Beta | 1.05 | 1.35 | 1.2 | 1 | 1.08 | 1.25 | 0.6 | 1.18 |
| Penetration | 105.2 % | 118% | 106.1% | 82.7% | 104% | 107.3 % | 112.8 % | 123.8% |

Становище на КРС

Позицията на КРС е, че представените сравнителни данни могат да се използват за определяне както на пазарната рискова премия, така и на Бета коефициента в България. Представените данни, в подкрепа на това твърдение, са основани на информация от капиталови пазари с по-високо ниво на ликвидност от капиталовите пазари в държавите, посочени от предприятията и съответно представляват по-стабилна база за оценка на представянето на капиталовия пазар.

В калкулацията на WACC се отчитат специфичните рискове, свързани с държавата (чрез безрисковата норма на възвръщаемост) и на сектора (чрез Бета коефициента). Пазарната рискова премия се отнася до дългосрочната премия в нормата на възвръщаемост, очаквана от акциите, която е по-висока от тази на дълговите ценни книжа. Следва да се подчертае, че това е дългосрочен показател и съответно е подходящо да се ползват показатели за възвръщаемост от добре развити и стабилни финансови пазари като основа за такава прогноза, а не такива от непостоянни/волатилни пазари, за които няма гаранция, че ще се повторят.

Относно Бета коефициента за мобилни мрежи, при приложеното сравнение е отчетено, че мобилният пазар е малко по-рисков от пазара като цяло и се прилага стойност за този показател по-висока от стойността му за фиксирани мрежи.

3.11. Данъчно облагане

Изчислението на WACC е базирано на посочените вече параметри, като се отчита и ефекта на данъчното облагане. Това е така, защото финансирането с привлечен капитал предполага данъчни облекчения, свързани с лихвените плащания, които се приспадат преди определяне на облагаемата основа (пределната данъчна ставка за предприятията). При определянето на WACC регулаторът изчислява цена на капитала преди данъчно облагане (pre-tax), така че стойността ѝ се изчислява, като се приложи пределната данъчна ставка за съответната страна.

**РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ**

Цената на капитала включва също така данъчните облекчения, за да може общите приходи, които предприятието генерира, да са достатъчни, за да остане печалба, еквивалентна на съответната стойност на цената на капитала преди данъчно облагане. Стандартният метод, възприет в телекомуникационния сектор, е да се определи допустимата норма на възвръщаемост преди данъчно облагане, като се приложи данъчна корекция равна на:

$$X = 1/(1-t), \text{ където } t \text{ представлява пределната корпоративна данъчна ставка}$$

Пределната данъчна ставка (t) в България е 10%. Използването на пределната ставка вместо ефективната ставка гарантира еднакво третиране на всички предприятия независимо от техните данъчни режими.

Въпрос 7. Съгласни ли сте с предложения метод за отразяване на данъчната ставка в WACC?

Бележки на предприятията по въпрос 7:

7.1. Глобул изразява съгласие с посоченото в консултацията, че е по-добре да се използва пределна данъчна ставка вместо ефективна данъчна ставка.

Използването на пределна данъчна ставка ще позволи да бъде отразена еднаква данъчна ставка за всички оператори, като така ще се постигне едно по-справедливо и прагматично решение, тъй като данъчните задължения неизбежно ще варират от година на година. Прогнозните разходи не зависят от размера на данъците за миналите години, а от размера на корпоративните данъци, които могат да се очакват занапред.

Глобул признава, че този метод не е теоретично издържан, но има повече преимущества, отколкото недостатъци.

Становище на КРС

Няма предложения, които изискват промяна на използваната методология.

3.12. Въпроси относно подхода към WACC като цяло

При желание участниците в публичните консултации могат да дадат отговор и на следните въпроси:

Въпрос 8. Съгласни ли сте с предлагания времеви период 2012 – 2015 г. приложен при оценката на WACC?

Въпрос 9. Посочете, ако имате допълнителни въпроси или сте доловили разлики при изчисляването на параметрите за фиксираните и мобилните оператори във връзка с определянето на WACC?

Въпрос 10. Има ли други принципи, въпроси или фактори, освен изложените в горния текст, които желаете да предложите? Ако има такива предложения, молим да бъдат представени подробности и мотиви във връзка с тях.

Бележки на предприятията по въпроси 8, 9 и 10:

РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ

8.1. Глобул смята, че основната цел при налагането на разходоориентирани цени за взаимно свързване е да осигури на мобилните оператори стабилна и предвидима рамка, на която да могат да основават своите инвестиционни решения. Предлага WACC да бъде периодично преразглеждана, като се разгледат по-задълбочено вече установени методологии за ценообразуване.

9.1. По мнение на Глобул WACC следва да бъде изчислена за всеки тип оператор, тъй като оптималната капиталова структура и несигурността могат да доведат до отчитане на отклонения за всеки тип оператор.

Дружеството счита, че стойността, използвана от КРС за цена на привлечения капитал за мобилни и фиксирани оператори, както и за съотношението между привлечения и собствения капитал е еднаква. Това допускане е невярно според дружеството. Фиксираните и мобилните мрежи са различни с оглед капиталова структура и рисков профил.

10.1. Стойността, изчислена от КРС, е значително под стойностите, изчислени в брокерските доклади, представени от Глобул - около 14 до 16%. Дружеството изразява готовността си да предостави своите изчисления за мобилната WACC при необходимост.

Становище на КРС

По отношение на позицията на Глобул по въпрос 8 и предвид факта, че среднопотеглената цена на капитала е показател за дългосрочната изискуема доходност от едно предприятие, то КРС е на мнение, че не е налице необходимост от преразглеждане на стойността на този показател в рамките на 3-годишния период, за който е определен.

Във връзка с предложението на същото предприятие за изчисляване на WACC за всеки тип оператор, КРС подчертава, че се калкулира среднопотеглена цена на капитала за фиксирана и за мобилна мрежи за целите на включването ѝ като елемент в моделите за определяне на дългосрочните допълнителни/инкрементални разходи, чрез които да се калкулират разходи на ефективен оператор. В тази връзка не е налице необходимост от определяне на WACC за всеки оператор.

По отношение на твърдението, че стойността на WACC е значително под стойностите, изчислени в брокерските къщи, КРС посочва, че това може да се дължи на редица фактори, включително прилагане на различна методология за определяне стойността на този показател.

3.13. Експертни оценки на WACC

Изложеният по-горе подход води до следните изчисления за определяне на стойността на WACC за предприятия, предоставящи електронни съобщителни услуги чрез фиксирани и/или мобилни мрежи в България:

РЕЗУЛТАТИ ОТ КОНСУЛТАЦИИТЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC) ЗА
ФИКСИРАНИ И МОБИЛНИ МРЕЖИ В БЪЛГАРИЯ

Фигура 6: Експертни оценки на WACC за фиксирани и мобилни услуги в България

| | | Bulgaria | Bulgaria |
|--------------------------------|--|-----------------|-----------------|
| | | Fixed | Mobile |
| Risk free rate | | 4.00% | 4.00% |
| Risk premium | | -0.12% | -0.12% |
| Cost of Debt post tax | | 3.49% | 3.49% |
| Equity Risk Premium | | 5.00% | 5.00% |
| Ungeared beta (asset beta) | | 0.560 | 1.000 |
| Gearing beta (equity beta) | | 0.827 | 1.476 |
| Cost of Equity post tax | | 8.13% | 11.38% |
| Gearing | | 0.346 | 0.346 |
| Post tax WACC | | 6.53% | 8.65% |
| Marginal rate of tax | | 10.00% | 10.00% |
| Pretax WACC | | 7.25% | 9.61% |

4 Обобщение на въпросите

Въпрос 1. Съгласни ли сте, че методологията за определяне на WACC, както е изложена в настоящия консултативен документ, е правилният начин за изчисляване на цената на капитала?

Въпрос 2. Съгласни ли сте, че за изчисленията на WACC следва да се използват номинални стойности?

Въпрос 3. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите, изложени в този консултативен документ по отношение на цената на привлечения капитал, представляват подходяща база, която да бъде заложена при определянето на WACC?

Въпрос 4. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите по отношение на финансовия лост създават подходяща база за определяне параметрите на WACC?

Въпрос 5. Съгласни ли сте, че МОКА е предпочитаният метод за изчисляване на цената на собствения капитал за целите на WACC?

Въпрос 6. Съгласни ли сте, че подходът и параметрите при определяне цената на собствения капитал, включително рисковата премия за собствения капитал, риска за страната и стойностите на коефициента бета, представляват адекватна база за изчисляването на WACC?

Въпрос 7. Съгласни ли сте с предложения метод за отразяване на данъчната ставка в WACC?

Въпрос 8. Съгласни ли сте с предлагания времеви период 2012 – 2015 г. приложен при оценката на WACC?

Въпрос 9. Посочете, ако имате допълнителни въпроси или сте доловили разлики при изчисляването на параметрите за фиксираните и мобилните оператори във връзка с определянето на WACC?

Въпрос 10. Има ли други принципи, въпроси или фактори, освен изложените в горния текст, които желаете да предложите? Ако има такива предложения, молим да бъдат представени подробности и мотиви във връзка с тях.