Viðauki I

Fjarskiptastofa

Athugasemdir úr innanlandssamráði

Vegið meðaltal fjármagnskostnaðar (WACC) fyrir árið 2026

20. október 2026

Efnisyfirlit

1 Inngangur 3
2 Athugasemdir Ljósleiðarans 4

1 Inngangur

(1) Frumdrög að ákvörðun Fjarskiptastofu (FST) um Vegið meðaltal fjármagnskostnaðar (WACC) fyrir árið 2026 fór í innanlandssamráð sem stóð frá 13. júlí til 17. ágúst 2026.

(2) Athugasemdir bárust frá Ljósleiðaranum ehf. (Ljósleiðarinn) og fylgja athugasemdir Ljósleiðarans í heild sinni hér á eftir.

(3) Í Viðauka II er síðan að finna samantekt FST á helstu sjónarmiðum Ljósleiðarans ásamt afstöðu FST.

2 Athugasemdir Ljósleiðarans

Ljósleiðarinn

Fjarskiptastofa
Suðurlandsbraut 4
108 Reykjavík

Reykjavík, 17. ágúst 2026

Efni: Samráð um vegið meðaltal fjármagnskostnaðar (WACC) fyrir árið 2026

Vísað er til tilkynningar Fjarskiptastofu, dags. 13. júlí sl., um samráð um vegið meðaltal fjármagnskostnaðar (WACC) fyrir árið 2026.

Umsögn þessi er sett fram fyrir hönd Ljósleiðarans ehf. sem óskar þess að koma eftirfarandi athugasemdum á framfæri:

1. Inngangur

Samkvæmt 16. gr. reglugerðar um bókhald og kostnaðargreiningu í rekstri fjarskiptafyrirtækja nr. 555/2023 eru fjögur atriði sérstaklega mikilvæg.

Í fyrsta lagi skal ávöxtunarkrafa eigin fjár samkvæmt CAPM endurspegla tímavirði peninga og áhættu tengda rekstri á viðeigandi markaði. Í öðru lagi skal skuldaálag endurspegla eðlilegt álag fyrirtækja á markaði. Í þriðja lagi skal Fjarskiptastofa ákvarða WACC fyrir einstaka fjarskiptamarkaði með hliðsjón af markaðsálagi, hagkvæmri skuldsetningu og stöðu veltufjár og skulda. Í fjórða lagi er heimilt að nota mismunandi ávöxtunarkröfur fyrir einstakar rekstrareiningar og við val aðferðar skal taka mið af viðeigandi EES-tilmælum að teknu tilliti til aðstæðna á innanlandsmarkaði.[1]

Að mati Ljósleiðarans kallar ákvæði á sjálfstætt og rökstutt mat á staðbundinni fjármögnun og áhættu; samevrópskt meðaltal eitt og sér er að mati Ljósleiðarans ekki fullnægjandi viðmið fyrir íslenskan markað.

2. BEREC sem aðferðafræðigrunnur

Ljósleiðarinn telur rétt að styðjast við BEREC sem meginramma. BEREC 2026 byggir á tilkynningu framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins um útreikning WACC við verðstýringu fjarskiptainnviða og leggur áherslu á gagnsæi, opinber gögn og endurrekjanlega útreikninga. BEREC tekur jafnframt fram að innlend eftirlitsstjórnvöld hafi svigrúm innan rammans til að taka tillit til sérstakra aðstæðna í hverju ríki.[3] Áhættuálag hlutabréfamarkaðar, 6,13%, er sett fram af BEREC sem viðmið sem á einnig við um Ísland og Noreg. Ljósleiðarinn gerir ekki sérstaka tölulega athugasemd við þá forsendu í þessari umsögn.

Sama sjónarmið gildir um betastuðulinn. Íslenski hlutabréfamarkaðurinn er lítill og fjöldi skráðra samanburðarfélaga takmarkaður. Innlent mat á betastuðli getur því verið óstöðugt og er ekki lagt til að það komi sjálfkrafa í stað betastuðuls BEREC. Eðlilegt er þó að Fjarskiptastofa birti íslenskt næmnipróf til að sýna hvort valinn betastuðull sé í samræmi við áhættu viðeigandi markaðar.

3. Áhættulausir vextir

Fjarskiptastofa notar fimm ára meðaltal vaxta og fær 1,99% raunvexti og 6,03% nafnvexti.[2] Fimm ára meðaltal jafnar út skammtímasveiflur og er í samræmi við BEREC-aðferðina. Þegar vaxtastig breytist verulega getur svo langt meðaltal hins vegar vikið umtalsvert frá þeim fjármagnskostnaði sem fyrirtæki stendur frammi fyrir við nýja fjárfestingu eða endurfjármögnun.

Seðlabanki Íslands birtir fasta lánstímavexti sem byggjast á íslenska ríkisvaxtaferlinum. Ljósleiðarinn leggur til að Fjarskiptastofa horfi til 5 ára meðaltals 10 ára langtímavaxta birt af Seðlabanka Íslands.

4. Skuldahlutfall íslenskra fjarskiptafélaga

Ljósleiðarinn leggur til að skoðað verði sérstaklega hvort ástæða sé til að meta skuldahlutföll fyrir þau félög sem skráð eru á markað til samanburðar við BEREC viðmiðin. Jafnframt er lagt til að hagkvæm fjármagnsskipan fjarskiptainnviðarekstrar verði metin sérstaklega með hliðsjón af Mílu og Ljósleiðaranum og annara innviðafélaga eftir því sem við á.

5. Skuldaálag og sérstakt WACC fyrir fjarskiptainnviði

Skuldaálag - íslensk markaðsgögn

Fjarskiptastofa notar 1,10% skuldaálag úr samanburðarhópi BEREC.[2] BEREC ber ávöxtun fyrirtækjaskuldabréfa saman við ríkisbréf í sama gjaldmiðli yfir sambærilegan líftíma og er það hefðbundin venja. Í 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 er hins vegar tekið fram að skuldaálagið skuli endurspegla eðlilegt álag fyrirtækja á markaði.[1] Þegar fyrrgreint skuldaálag er borið saman við raunveruleg fjármögnunarkjör innlendra fjarskiptafélaga þá liggur ljóst að 1,10% skuldaálag endurspegli ekki skuldaálag félagana á innlendum markaði.

Ljósleiðarinn metur að raunverulegt skuldaálag á innlendum markaði sé umtalsvert hærra en það viðmið sem BEREC legggur til. Opinber gögn sýna að álag á útgefnum skuldabréfum Mílu og skuldum Nova séu verulega yfir viðmiði BEREC. Ljósleiðarinn leggur því til Fjarskiptastofa leggi mat á raunverulegan fjármagnskostnað íslenskra fjarskiptafélaga í samræmi við reglugerð 555/2023.

Sérstakt WACC fyrir fjarskiptainnviðarekstur

Að mati Ljósleiðarans gefur 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 skýrt tilefni til að meta sérstaka ávöxtunarkröfu fyrir fjarskiptainnviðarekstur þegar áhættusnið hans er annað en áhættusnið samþætts smásölu- og þjónusturekstrar. Ákvæðið vísar til áhættu á „viðeigandi markaði", kveður á um WACC fyrir „einstaka fjarskiptamarkaði", heimilar mismunandi ávöxtunarkröfur fyrir einstakar rekstrareiningar og mælir fyrir um að tekið sé tillit til aðstæðna á innanlandsmarkaði.[1]

Innlend innviðafélög eiga og reka fjarskiptainnviði þar sem verulegt fjármagn er bundið til langs tíma í sérhæfðum fjarskiptainnviðum sem hafa takmarkaða aðra notkun. Tekjur ráðast að verulegu leyti af heildsölueftirspurn, nýtingu nets og verðlagningu aðgangs, á sama tíma og hátt hlutfall kostnaðar er fastur og fjárfestingarþörf mikil. Sjóðstreymi slíks rekstrar getur því verið næmara fyrir breytingum í nýtingu og eftirspurn en hjá stórum samþættum fjarskiptafélögum sem dreifa tekjum og áhættu yfir fleiri þjónustuflokka. BEREC-samanburðarhópurinn byggist að mestu á stórum samþættum evrópskum fjarskiptafyrirtækjum og BEREC 2026 tekur jafnframt fram að WACC-tilkynningin sem aðferðin byggir á taki til eldri fjarskiptainnviða.[3]

Lagt er því til að Fjarskiptastofa meti sérstaklega WACC annars vegar fyrir heildsölu- og innviðarekstur og hins vegar fyrir fjarskiptafélög í smásölu-og þjónusturekstri, ásamt því að rökstyðja hvort eitt sameiginlegt WACC eða frekari aðgreining sé réttlætanleg.

6. Sértækt áhættuálag vegna fjárfestinga í afkastamiklum fjarskiptainnviðum (VHCN)

Tilmæli framkvæmdastjórnar ESB nr. 2024/539 veita skýran efnislegan grundvöll fyrir sértæku áhættuálagi. Samkvæmt 64. lið skal leyfð ávöxtun taka mið af áhættu viðkomandi fjárfestingar. Í 67. lið er sérstaklega gert ráð fyrir að við verðlagningu aðgangs að afkastamiklum fjarskiptainnviðum verði íhugað álag ofan á viðeigandi WACC vegna viðbótar- og mælanlegrar áhættu nýrrar innviðafjárfestingar, meðal annars vegna nýbyggðra mannvirkja. Í 68. lið eru tilgreind óvissa um heildsölu- og smásölueftirspurn, framkvæmdakostnað, tækniþróun, breytingar á markaði og innviðasamkeppni og þjóðhagsleg óvissa. Samkvæmt 69. lið skal matið vera nægilega ítarlegt og taka mið af verkefnum og landsvæðum, en 72.-73. liður gerir ráð fyrir stöðugu álagi, að jafnaði í minnst fimm ár.[4]

Álagið á að ná til áhættu sem er til viðbótar, er mælanleg og ekki þegar innifalin í grunn-WACC, kostnaðarlíkani, tekjuspá eða öðrum leiðréttingum. Á sama hátt ber að lækka eða fella niður álag að því marki sem áhættu er deilt með langtímasamningum, fyrirframgreiðslum, lágmarkskaupum eða öðrum bindandi skuldbindingum. Þessi afmörkun samræmist 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023, þar sem ávöxtunarkrafa skal endurspegla áhættu viðeigandi markaðar og heimilt er að ákveða mismunandi ávöxtunarkröfur fyrir einstakar rekstrareiningar að teknu tilliti til aðstæðna á innanlandsmarkaði.[1]

Fjárhagslegur rökstuðningur

Fjárfesting í ljósleiðara og öðrum afkastamiklum fjarskiptainnviðum er að verulegu leyti óafturkræf. Kostnaður vegna hönnunar, jarðvinnu, lagna, búnaðar og tenginga fellur að stórum hluta til áður en endanlegt nýtingarhlutfall og tekjustreymi liggja fyrir. Fjárfestirinn afsalar sér þar með þeim valkosti að bíða eftir frekari upplýsingum um eftirspurn og kostnað. Heildsölukaupandi getur hins vegar oft beðið með að skuldbinda sig þar til eftirspurn hefur komið fram. Ef eftirspurn reynist lítil ber heildsalinn/eigandinn áhættuna af ónýttum fjárfestingareignum, en kaupandinn nýtur sveigjanleikans til að kaupa aðeins þegar forsendur er fyrir hendi. Verðstýring getur auk þess takmarkað mögulega umframávöxtun án þess að fjarlægja samsvarandi áhættu. Þessi ósamhverfa er málefnalegur grundvöllur fyrir sértæku álagi í leyfðri arðsemi.

Til eru fjölmörg fordæmi þar sem sértæku álagi er beytt, þar á meðal í Þýskalandi og Ítalíu. Erlendu fordæmin sýna að sértækt álag eigi rétt á sér og byggð á rökstuddum gögnum. Lagt er til að Fjarskiptastofa taki til skoðunnar hvort rétt sé að ákvarða sértakt áhættuálag fyrir íslenskan fjarskiptamarkað.

WACC mat Ljósleiðarans, 4,98% raunverðskrafa fyrir skatta, er grunnviðmið ávöxtunarkröfu án sértæks álags. Ljósleiðarinn telur ekki fullnægjandi að ganga út frá því, án rökstuðnings, að fjárfestingar í afkastamiklum fjarskiptainnviðum beri enga viðbótaráhættu umfram grunn-WACC-matið.

7. Tillögur Ljósleiðarans

- Fjarskiptastofa beri 1,10% skuldaálag saman við raunveruleg íslensk fjármögnunarkjör á samræmdum grunni.
- Fjarskiptastofa framkvæmi fimm ára skuldahlutfallsgreiningu samkvæmt aðferð BEREC fyrir skráð innlend félög og sérstakt mat á hagkvæmri fjármagnsskipan fjarskiptainnviðarekstrar.
- Fjarskiptastofa meti hvort sérstakt WACC skuli ákvarðað annars vegar fyrir heildsölu- og innviðarekstur og hins vegar fyrir smásölu- og þjónusturekstur samkvæmt 16. gr.

reglugerðar nr. 555/2023 og rökstyðji hvort styðjast skuli við eitt sameiginlegt WACC eða hvort að frekari aðgreining sé viðeigandi.
- Fjarskiptastofa meti samkvæmt 64.-73. lið tilmæla ESB nr. 2024/539 viðbótar- og mælanlega áhættu fjárfestinga í afkastamiklum fjarskiptainnviðum.

Samantekt og niðurstaða

Ljósleiðarinn telur að aðferð Fjarskiptastofu byggist að verulegu leyti á viðurkenndri aðferð BEREC, en að niðurstaðan, 4,48% raun-WACC fyrir skatta, hafi ekki verið studd nægilega skýrum samanburði við íslenskar markaðsaðstæður árið 2026. Samkvæmt 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 skal ávöxtunarkrafa endurspegla áhættu tengda rekstri á viðeigandi markaði, WACC skal ákvarðað fyrir einstaka fjarskiptamarkaði og við val aðferðar skal taka tillit til aðstæðna á innanlandsmarkaði. BEREC er því mikilvægur aðferðagrunnur, en ákvæði reglugerðarinnar kalla jafnframt á sjálfstætt mat á því hvort evrópskar forsendur endurspegli íslenskan markað með fullnægjandi hætti.

Í samanburðarmati Ljósleiðarans er aðeins breytt forsendum fyrir skuldaálag sem hægt er að sannreyna með skýrum íslenskum markaðsgögnum. Áhættulausir vextir, áhættuálag hlutabréfamarkaðar, betastuðull, skatthlutfall og skuldahlutfall FST/BEREC eru óbreytt í útreikningnum.

Forsenda	FST 2026	Innlent mat	Athugasemd
Áhættulausir raunvextir	1,99%	1,99%	Óbreytt
Áhættuálag hlutabréfamarkaðar	6,13%	6,13%	Óbreytt; BEREC-viðmið fyrir Ísland/Noreg
Hlutabréfabeta	0,41	0,41	Óbreytt
Skuldaálag	1,10%	2,20%	Samkvæmt opinberum gögnum innlendra fjarskiptafélaga.
Skuldahlutfall	45,58%	45,58%	Óbreytt en innlend fjármagnsskipan greind sérstaklega
Raun-WACC fyrir skatta	**4,48%**	**4,98%**	

Mat Ljósleiðarans á 4,98% raunverðskröfu fyrir skatta miðar við 2,20% skuldaálagi, sem var áætlað útfrá opinberum gögnum innlendra fjarskiptafélaga. Matið felur ekki í sér sértækt áhættuálag vegna fjárfestinga í afkastamiklum fjarskiptainnviðum. Tilmæli framkvæmdastjórnar ESB nr. 2024/539 gera þó beinlínis ráð fyrir að eftirlitsstjórnvald meti hvort tiltekin innviðafjárfesting beri viðbótar- og mælanlega áhættu sem grunn-WACC fangar ekki og bæti þá gagnsæju álagi við grunnávöxtunarkröfuna. Þýsk og ítölsk fordæmi eru um að sérstakt álag sé réttlætanlegt ofan á BEREC aðferðina og er það jafnframt afmarkað þannig að hvorki verði um tvítalningu að ræða né álag lagt á eldri eignir án málefnalegs rökstuðnings.

Virðingarfyllst,
f.h. Ljósleiðarans

Valdimar Karl Sigurðsson

Helstu heimildir

[1] Reglugerð nr. 555/2023, 16. gr. - Stjórnartíðindi
[2] Fjarskiptastofa, samráðsskjal um WACC 2026
[3] BEREC (2026), BoR (26) 72, WACC Parameters Report
[4] Tilmæli framkvæmdastjórnar ESB (ESB) 2024/539, 64.-73. Liður