Viðauki II



Helstu sjónarmið aðila í innanlandssamráði og afstaða Fjarskiptastofu

Vegið meðaltal fjármagnskostnaðar (WACC) fyrir árið 2026

20. október 2026

Efnisyfirlit

1 Inngangur.....3
2 Sjónarmið Ljósleiðarans.....3

1 Inngangur

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

(2) Athugasemdir bárust frá Ljósleiðaranum ehf. (Ljósleiðarinn). Í Viðauka I má finna athugasemdir Ljósleiðarans í heild sinni.

(3) FST hefur tekið saman helstu sjónarmið Ljósleiðarans vegna ákvarðanadraga FST í eftirfarandi kafla ásamt afstöðu FST.

2 Sjónarmið Ljósleiðarans

Ljósleiðarinn

betastuðull

(4) Í athugasemdum Ljósleiðarans kemur eftirfarandi fram á bls. 1:

> „Eðlilegt er að Fjarskiptastofa birti íslenskt næmnipróf til að sýna hvort valinn betastuðull sé í samræmi við áhættu viðeigandi markaðar."

Afstaða FST

(5) Samkvæmt 39. til 45. lið WACC tilkynningar framkvæmdastjórnar ESB skal beta byggt á samanburðarhópi skráðra fjarskiptafélaga. Við val félaga skal m.a. horft til seljanleika hlutabréfa, eignarhalds og fjárfestingu í fjarskiptainnviðum, meginstarfsemi innan sambandsins og lánshæfiseinkunnar á fjárfestingarstigi. Þá skal beta endurspegla kerfisbundina áhættu félaga gagnvart markaðnum.

(6) Að mati FST liggur ekki fyrir að íslenskt skráð félag sem sé að fullu samanburðarhæft við rekstur fjarskiptainnviða og uppfylli jafnframt skilyrði BEREC fyrir viðmiðunarfélög. Þótt gögn um íslensk fjarskiptafélög geti veitt viðbótarupplýsingar um innlendan markað teljast þau ekki nægilega sambærileg eða áreiðanleg til að mynda grundvöll fyrir ákvörðun um beta-stuðuls samkvæmt WACC 2026.

Ljósleiðarinn

Áhættulausir vextir

(7) Í kafla 3. í athugasemdum Ljósleiðarans á bls. 2 um áhættulausa vexti segir Ljósleiðarinn:

> „Ljósleiðarinn leggur til að Fjarskiptastofa horfi til 5 ára meðaltals 10 ára langtímavaxta birt af Seðlabanka Íslands"

Afstaða FST

(8) Í 31. lið WACC- tilkynningarinnar er mælt með vikulegum mælingum og samkvæmt 33. til 36. lið skal áhættulausa vaxtakrafan byggð á innlendum ríkisskuldabréfum, að jafnaði með um tíu ára eftirstöðvatíma. Gagnaveitan skal vera áreiðanleg, gagnsæ og aðgengileg sbr. 36. gr. WACC-tilkynningarinnar: „to ensure consistency in estimation of the RFR, it is preferable

to use a single, reliable, transparent and easily accessible source of information for government bond yield“.

(9) Út frá aðgengileika má því færa rök fyrir notkun lánstímavaxta[1] Seðlabanka Íslands, en gagnsæi styður frekar við notkun ávöxtunarkröfu af markaði. Þá bendir FST á að tilgreindir vextir eru ekki „government bond yield“, heldur tilbúin (e. synthetic) ríkisskuldabréf, eins og kemur fram í umfjöllun um vextina á heimasíðu Seðlabanka Íslands.

(10) FST notast við við fimm ára meðaltal 10 ára langtímavaxta birt af Kodiak, sótt frá Nasdaq, í stað Seðlabanka Íslands.

Ljósleiðarinn

Skuldahlutfall

(11) Í kafla 4 í athugasemdum Ljósleiðarans bendir félagið á að FST myndi skoða sérstaklega hvort ástæða sé til að meta skuldahlutföll fyrir þau félög sem eru skráð 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.“

Afstaða FST

(12) Samkvæmt 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 skal FST ákvarða WACC fyrir einstaka fjarskiptamarkaði með hliðsjón af meðal annars hagkvæmri skuldsetningu. Samkvæmt 39. til 40. og 51. til 54. lið WACC-tilkynningarinnar er fjármagnsskipan metin með hliðsjón af samanburðarhópi fjarskiptafélaga og skuldahlutfallið skilgreint sem hlutfall skulda af samanlögðu virði skulda og eigin fjár.

(13) Fjármagnsskipan samkvæmt WACC-aðferðafræði BEREC byggir á samanburðarhópi fjarskiptafélaga en ekki einstökum innlendum fyrirtækjum. Þar sem svo fá íslensk fjarskiptainnviðafélög eru til staðar er eðlilegt að horfa til innlendra félaga ásamt erlendra við mat á hagkvæmri fjármagnsskipan.

Ljósleiðarinn

Skuldaálag

(14) Á bls. 2 í kafla 5 í greinargerð sinni leggur Ljósleiðarinn fram athugasemd við skuldahlutfall sem FST styðst við frá BEREC. Félagið bendir á að í 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 sé tekið fram að skuldaálagið skuli endurspegla eðlilegt álag fyrirtækja á markaði.

(15) Ljósleiðarinn segir að:

> „Ljósleiðarinn metur að raunverulegt skuldaálag á innlendum markaði sé umtalsvert hærra en það viðmið sem BEREC leggur til. Opinber gögn sýna að álag á útgefnum skuldabréfum Mílu og skuldum Nova séu verulega yfir viðmiði BEREC. Ljósleiðarinn leggur því til Fjarskiptastofa leggi

[1] https://sedlabanki.is/gagnatorg/vextir/#eru-fastir-lanstimavextir-their-somu-og-avoxtunarkrafa-a-utgefnum-rikisskuldabrefum,tab-fastir

mat á raunverulegan fjármagnskostnað íslenskra fjarskiptafélaga í samræmi við reglugerð 555/2023.“

Afstaða FST

(16) Samkvæmt 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 skal ávöxtunarkrafa skulda reiknuð sem summa áhættulausra vaxta og vaxtaálags sem endurspeglar eðlilegt álag félaga á markaði. Samkvæmt 55. til 57. lið WACC-tilkynningarinnar skal skuldaálag metið sem munur á ávöxtunarkröfu langtímafyrirtækjaskuldabréfa og innlendum áhættulausum vöxtum, miðað við sambærilegan líftíma, og lánsfjárkostnaður reiknaður sem summa áhættulausra vaxta og skuldaálags.

(17) WACC skal endurspegla eðlilegan fjármagnskostnað hagkvæms rekstraraðila en ekki fjármögnunarkjör einstakra fyrirtækja. Að mati FST sýna fyrirliggjandi gögn ekki fram á að aðferðafræði BEREC vanmeti kerfisbundið fjármagnskostnað hagkvæms rekstraraðila á Íslandi.

Ljósleiðarinn

Sérstakt WACC fyrir fjarskiptainnviði

(18) Að mati Ljósleiðarans á bls. 2 í kafla 5 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.

(19) Ljósleiðarinn segir að:

> „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.“

Afstaða FST

(20) Samkvæmt 16. gr. reglugerðar nr. 555/2023 skal ávöxtunarkrafa endurspegla áhættu tengda rekstri á viðeigandi markaði og FST ákvarðar WACC fyrir einstaka fjarskiptamarkaði. Í WACC-tilkynningunni er jafnframt greint á milli kerfisbundinnar áhættu, sem endurspeglast í fjármagnskostnaði, og sértækrar áhættu sem unnt er að dreifa og kemur því almennt ekki inn í CAPM.

(21) Að mati FST er ekki útilokað að mismunandi starfsemi geti í einhverjum tilvikum réttlætt mismunandi WACC. Það liggja þó ekki fyrir gögn sem sýna fram á nægilega skýran og mælanlegan áhættumun milli innviðarekstrar og smásölustarfsemi til að réttlæta slíka aðgreiningu við ákvörðun á WACC fyrir árið 2026.

Ljósleiðarinn

Sértækt áhættuálag vegna fjárfestinga í afkastamiklum fjarskiptainnviðum (VHCN)

(22) Á bls. 3 í kafla 6 í athugasemdum Ljósleiðarans kemur fram að 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.

(23) 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

(24) Að lokum kemur eftirfarandi fram hjá Ljósleiðaranum:

> „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.“

Afstaða FST

(25) WACC-tilkynning framkvæmdarstjórnar ESB frá 2019 tekur til eldri fjarskiptainnviða og útilokar ekki að viðbótaráhættuálag geti átt við um tilteknar nýjar fjárfestingar. Tilmæli framkvæmdarstjórnar ESB nr. 2024/539 gera jafnframt ráð fyrir að viðeigandi WACC, ákvarðað samkvæmt WACC-tilkynningunni og árlegri skýrslu BEREC, sé grunnur að verkefnasértæku WACC fyrir nýjar fjárfestingar í afkastamiklum fjarskiptainnviðum.

(26) Samkvæmt 64. til 73. lið tilmælanna getur komið til skoðunar sérstakt álag vegna viðbótar- og mælanlegrar áhættu nýrrar innviðafjárfestingar. Matið þarf þá að vera bundið við viðkomandi fjárfestingu og taka meðal annars mið af eftirspurnar-, framkvæmda-, tækni-, markaðs- og þjóðfélagslegri áhættu. Jafnframt þarf að tryggja að áhættan sem þegar kemur fram í grunn-WACC, kostnaðarlíkani, tekjuspá eða öðrum forsendum sé ekki tvítalin.

(27) Sérstök áhættuálög hafa í einstökum tilvikum verið notuð erlendis vegna uppbyggingar nýrra innviða. Byggt á markaðsupplýsingum sem byggt hefur verið á, hefur ekki verið sýnt fram á að tilefni sé til að bæta sérstöku áhættuálagi við grunn-WACC ársins 2026.