

ALLEGATO A1 ALLA DELIBERA N. 4/06/CONS

**IL MODELLO DI DETERMINAZIONE DEL
TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IMPIEGATO**

1. IL MODELLO DI CALCOLO DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IMPIEGATO

L'Autorità, sulla base di quanto previsto dalla Raccomandazione 98/322/CE della Commissione Europea e coerentemente con le delibere n. 101/99 e n. 344/01/CONS, nonché da ultimo secondo quanto previsto dall'art. 50 del Codice, ha proceduto a valutare il costo del capitale utilizzando il metodo del costo medio ponderato del capitale (*WACC*, *Weighted Average Cost of Capital*). Tale costo, espresso in termini percentuali, è dato dalla media dei tassi di remunerazione del capitale proprio e del capitale di debito pesata rispettivamente dall'incidenza che tali fonti finanziarie hanno sul capitale totale dell'operatore.

Il tasso di remunerazione del capitale è calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = [E / (D+E)] * Cp / (1-T) + [D / (D+E)] * Cd$$

dove:

E: valore corrente del capitale proprio;

D: valore corrente del debito finanziario netto;

Cp / (1-T): tasso di remunerazione del capitale proprio al lordo dell'effetto fiscale;

Cd: tasso di remunerazione del debito finanziario;

T: aliquota fiscale

Il tasso di remunerazione del capitale proprio (Cp), calcolato sulla base del modello Capital Asset Pricing Model (di seguito CAPM), è dato dalla somma del tasso di rendimento privo di rischio con il prodotto tra il tasso del rischio incrementale dell'investimento azionario rispetto al rendimento privo di rischio (Equity Risk Premium, di seguito ERP) e l'indice di volatilità del titolo azionario dell'operatore rispetto al rendimento medio del mercato (Coefficiente Beta).

$$Cp = Rf + ERP \times \beta l$$

dove:

Rf: Tasso di remunerazione privo di rischio;

ERP: Tasso del rendimento incrementale dell'investimento azionario rispetto al tasso privo di rischio (premio medio di mercato);

βl: Coefficiente di volatilità beta (rischio sistematico relativo al capitale proprio - Beta levered).

Il tasso di remunerazione del capitale di debito (Cd) è dato dalla somma del tasso privo di rischio (Rf) e di un tasso per il premio dovuto al rischio sul debito (Pd, rischio di insolvenza, cosiddetto *debt premium*).

$$Cd = Rf + Pd$$

La struttura finanziaria dell'operatore è data dai pesi che i valori economici del capitale proprio e del capitale di debito assumono rispetto al valore economico del capitale totale.

$$D/(D+E) \text{ e } E/(D+E)$$

2. IL CALCOLO DEL TASSO DI RENDIMENTO PRIVO DI RISCHIO (RISK FREE RATE)

Il tasso di rendimento privo di rischio è utilizzato per calcolare sia la remunerazione del capitale proprio nell'ambito del modello CAPM, sia per determinare la remunerazione del capitale di debito. In base alla prassi corrente, il rendimento privo di rischio è valutato utilizzando il tasso nominale del rendimento effettivo lordo dei titoli di stato a medio-lungo termine.

I titoli di stato con scadenza a medio-lungo termine maggiormente utilizzati ai fini della determinazione del tasso di rendimento privo di rischio sono costituiti dai BTP a scadenza quinquennale, decennale o trentennale. Il rendimento effettivo lordo dei BTP è pubblicato quotidianamente. Per la determinazione di tale tasso di rendimento, quindi, assume particolare rilevanza il periodo di riferimento, per esempio trimestrale o semestrale, all'interno del quale calcolare il tasso di rendimento effettivo medio giornaliero.

2.1 La valutazione dell'Autorità

Gli investimenti nelle infrastrutture di rete effettuati dagli operatori rete fissa prevedono generalmente un ritorno economico nel medio lungo periodo. L'Autorità con le delibere n. 101/99 e n. 344/01/CONS ha ritenuto di utilizzare i BTP con scadenza decennale per determinare il tasso privo di rischio anche in relazione alla durata prevista per il ritorno sugli investimenti.

Ai fini del calcolo del tasso di rendimento effettivo medio giornaliero dei BTP, un arco di tempo di riferimento mensile fornisce un'informazione finanziaria puntuale, ma soggetta a forti oscillazioni di periodo in periodo. D'altra parte un intervallo di riferimento di dodici mesi permette di ottenere informazioni più stabili, ma poco significative dal punto di vista finanziario.

L'Autorità pertanto ritiene che il tasso di rendimento privo di rischio debba essere calcolato come media giornaliera del tasso di rendimento effettivo lordo dei BTP riferita a un periodo di tre mesi.

A. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di utilizzare, per il calcolo del tasso di rendimento privo di rischio (risk free rate), la media giornaliera dei rendimenti effettivi lordi dei BTP decennali relativi a un periodo trimestrale?

2.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore rete fissa ritiene che ai fini del calcolo del tasso di rendimento privo di rischio, il riferimento ad un periodo di osservazione trimestrale appare inadeguato. Lo stesso operatore ritiene infatti metodologicamente più corretto prendere in considerazione un periodo temporale più ampio (un anno), coerentemente anche con quanto previsto dalla *best practice*. Un periodo di un anno è, infatti, meno soggetto a possibili oscillazioni di tasso legate ad eventi contingenti e pertanto fornisce un dato più stabile e significativo da un punto di vista finanziario.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile non condividono l'orientamento dell'Autorità di utilizzare, per il calcolo del tasso di rendimento privo di rischio, la media giornaliera dei rendimenti effettivi lordi dei BTP decennali. Ciò per due ordini di motivi, il primo di natura prettamente tecnico economica, il secondo strategico regolatoria.

Tali operatori in conclusione propongono all'Autorità di utilizzare come stima del tasso "risk free" la media giornaliera dei rendimenti effettivi lordi dei BTP o di titoli europei confrontabili con *duration* di 18-24 mesi in coerenza con la durata del periodo di validità delle attuali analisi di mercato, prevista dal NQR.

Un operatore di rete fissa ritiene che il calcolo del WACC dovrebbe essere oggetto di revisione annuale in ragione della variabilità a cui sono soggetti i parametri che lo compongono. A questo riguardo tale operatore ritiene che debbano essere utilizzati per il calcolo del tasso di rendimento privo di rischio, la media giornaliera dei rendimenti effettivi lordi dei BTP a cinque anni relativi a un periodo trimestrale.

(2.3) Le conclusioni dell'Autorità

Il costo del capitale rappresenta il costo opportunità di investimenti alternativi in relazione al capitale impiegato nella rete fissa di Telecom Italia. Per tale ragione la durata del tasso di rendimento privo di rischio deve riflettere la durata degli investimenti realizzati nella rete fissa. Il ritorno sugli investimenti nella rete fissa è tipicamente riferito al lungo periodo. Al riguardo, l'Autorità ritiene coerentemente con la prassi regolatoria seguita in altri Paesi, che la durata media di riferimento per il calcolo del rendimento privo di rischio debba essere riferita ad un arco di tempo decennale.

Ai fini della determinazione del tasso di rendimento privo di rischio, l'Autorità ha utilizzato i rendimenti giornalieri del cosiddetto indice *benchmark* pubblicati dal principale quotidiano finanziario italiano (Sole 24 Ore S.p.A). L'indice *benchmark* misura il rendimento lordo di titoli pluriennali dello Stato con scadenza a dieci anni per ciascuno dei principali paesi avanzati.

L'Autorità ha ritenuto di utilizzare l'indice *benchmark* in quanto, differentemente dai BTP, tale indice fornisce un rendimento di riferimento per i titoli privi di rischio in Italia. I Buoni Pluriennali del Tesoro, possono infatti fornire a parità di *duration* (nella fattispecie decennale), rendimenti differenziati.

L'Autorità ha quindi calcolato, alla luce della attuale situazione dei mercati finanziari, il rendimento medio lordo dell'indice *benchmark* (per l'Italia) utilizzando i rendimenti osservati nell'ultimo anno di riferimento. Il rendimento lordo del tasso privo di rischio, così calcolato, si attesta intorno a 4 punti percentuali.

(3) IL CALCOLO DEL COEFFICIENTE BETA

Il costo del capitale proprio, secondo la migliore prassi corrente e sulla base della Raccomandazione 98/322/CE della Commissione Europea, è calcolato attraverso il cosiddetto modello CAPM. Tale modello richiede come input il tasso di rendimento privo di rischio (R_f), il coefficiente di volatilità Beta relativo alle sole attività oggetto di misure regolamentari, il premio di mercato (*Equity Risk Premium*) riconosciuto all'investitore per il maggior rischio dell'investimento azionario rispetto all'investimento privo di rischio e l'aliquota fiscale (T) da applicare al tasso di rendimento netto calcolato con il modello CAPM.

3.1.1 Il coefficiente Beta

Il coefficiente *Beta* misura la volatilità del rendimento delle attività regolamentate rispetto al rendimento medio di mercato. In base alla prassi corrente tale coefficiente può essere determinato sulla base di serie storiche rilevate quotidianamente, settimanalmente o mensilmente e che fanno riferimento a un periodo di rilevazione di tre, quattro o cinque anni. Il rendimento medio di mercato è calcolato in base ad un indice di riferimento in cui ciascun titolo azionario è trattato.

3.1.2 La valutazione dell'Autorità

L'Autorità ha proceduto alla rilevazione degli *Equity Beta* (o *Beta levered*) delle seguenti Società: Telecom Italia S.p.A, Telecom Italia Mobile S.p.A., Seat Pagine Gialle, Telecom Argentina e Entel Chile. In particolare sono stati rilevati i dati concernenti i rendimenti giornalieri delle società e degli indici di riferimento dei rispettivi mercati di appartenenza (MIB 30 per le società italiane) riferiti ad un periodo quinquennale.

Al fine di applicare il tasso di remunerazione del capitale alle sole attività regolamentate, l'Autorità ha ritenuto di dover scorporare dal coefficiente *Beta levered* della capogruppo le componenti di volatilità riferite alle società parzialmente o interamente detenute da quest'ultima sulla base dei rispettivi *Asset Beta* (o *Beta unlevered*). Pertanto si è proceduto al calcolo dei rispettivi *Beta unlevered*. Tale calcolo ha richiesto la stima del *Beta* del debito, e del rapporto tra capitale proprio e capitale di debito, per la capogruppo e per ognuna delle società da essa partecipata. A fini comparativi, il *Beta unlevered* della capogruppo è stato confrontato con i valori riferiti ai più importanti operatori integrati presenti in ambito europeo.

Assumendo che i parametri di volatilità delle partecipazioni nelle singole società contribuiscano al parametro di volatilità relativo al gruppo in misura pesata ai relativi valori di mercato si è proceduto a ricavare il *Beta unlevered* relativo alle sole attività regolamentate.

In fine utilizzando il *Beta* del debito e il rapporto tra capitale proprio e capitale di debito si è ottenuto il *Beta levered* delle attività regolamentate.

B. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di utilizzare, per il calcolo del coefficiente Beta le serie storiche rilevate giornalmente in un arco di tempo quinquennale e di scorporare da tale calcolo le componenti di volatilità riferite ad attività non regolamentate?

3.1.3 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non condivide, per la stima del Beta delle attività di rete fissa, di procedere tramite lo scorporo delle componenti di volatilità riferite ad attività cosiddette

“non regolamentate”, reputando, invece, pertinente procedere tramite lo scorporo delle componenti di volatilità riferite ad attività non di rete fissa domestica.

In linea di principio tale operatore condivide l'utilizzo, per il calcolo del coefficiente Beta, di serie storiche rilevate giornalmente in un arco temporale quinquennale. Tuttavia tale operatore ritiene che per il calcolo del coefficiente Beta, l'indice di riferimento debba essere il MIBTEL in quanto indice relativo a tutte le azioni quotate in Borsa Italiana, che esprime meglio l'andamento complessivo del mercato azionario rispetto al MIB30 il quale è composto solo dalle prime trenta aziende per capitalizzazione.

Infine lo scorporo delle componenti di volatilità non di rete fissa dovrebbe essere effettuato utilizzando i *Beta Levered* delle attività partecipate non di rete fissa domestica.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile condividono l'orientamento dell'Autorità di misurare un Beta valido per Telecom Italia S.p.A. (gruppo) nel suo complesso, scorporando i Beta asset misurati per le società partecipate. Si dovrebbe inoltre procedere a stimare per ogni singolo aggregato regolatorio un valore di Beta attraverso lo strumento del benchmarking con i Beta di imprese operanti in condizioni comparabili a quelle dei singoli aggregati regolatori (es. rete di distribuzione idrica, rete di trasporto elettrica, rete di distribuzione del gas, multiutility).

Tali operatori ritengono infine che il calcolo del coefficiente Beta debba fare riferimento a serie storiche di durata triennale in modo da escludere dal calcolo dei Beta la discontinuità economica che ha caratterizzato il mercato azionario negli anni 2000 e 2001.

Un operatore di rete fissa ritiene che l'intervallo di tempo di osservazione delle serie storiche non debba essere inferiore a cinque anni. Tale operatore ritiene che un maggior numero di rilevazioni possa fornire informazioni statisticamente più significative e pertanto condivide l'orientamento dell'Autorità circa l'esercizio di calcolo del coefficiente Beta.

3.1.4 Le conclusioni dell'Autorità

Il modello di calcolo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) prevede che il coefficiente *Beta (equity)* sia determinato come covarianza dei rendimenti dell'attività in relazione alla varianza dei rendimenti dell'indice di mercato di riferimento.

La maggior parte degli operatori, rispondenti alla consultazione pubblica, condivide la metodologia di calcolo del coefficiente Beta per la rete fissa di Telecom Italia proposta dall'Autorità.

L'Autorità ha quindi proceduto a calcolare il coefficiente *Beta (equity)* della divisione di rete fissa di Telecom Italia in base alla:

- rilevazione dei rendimenti giornalieri dei titoli di Telecom Italia e delle società partecipate;
- valutazione del capitale investito delle società del gruppo Telecom Italia a valori di mercato;
- determinazione indiretta del *Equity Beta* della rete fissa di Telecom Italia in relazione al peso di tale attività sul capitale investito consolidato a valori di mercato.

Per quanto concerne i *Beta equity* delle società appartenenti al gruppo Telecom Italia, le rilevazioni dei rendimenti dei titoli e dell'indice di mercato sono state effettuate sulle serie storiche giornaliere degli ultimi 5 anni.

Il coefficiente *asset Beta* misura il coefficiente di volatilità del capitale investito ed è calcolato sulla base della formula che segue una volta noti gli *Equity* e *Debt Beta*:

$$\beta^{Asset} = \frac{D_0(1-T)}{E_0 + D_0(1-T)} \beta^{Debt} + \frac{E_0}{E_0 + D_0(1-T)} \beta^{Equity}$$

Dove:

β^{Asset} :	<i>Asset Beta</i> o <i>Beta unlevered</i>
β^{Equity} :	<i>Equity Beta</i> o <i>Beta levered</i>
β^{Debt} :	<i>Debt Beta</i>
D_0 :	Capitale di debito
E_0 :	Capitale proprio
T:	Aliquota fiscale

I rispettivi *Asset Beta* sono calcolati a partire dagli *equity Beta* osservati sul mercato in base alla struttura finanziaria specifica di ciascuna società del gruppo (TIM, Telecom Italia Media), del *Beta* del debito (*debt Beta*), calcolato come rapporto tra premio del debito e premio di mercato, nonché dell'aliquota fiscale marginale (IRES).

Sulla base delle risultanze della consultazione pubblica, l'Autorità ha provveduto al calcolo del coefficiente Beta impiegando diversi indici di mercato (MIB 30 e MIBTEL) e ha quindi comparato i risultati con le principali fonti di riferimento internazionali dei mercati finanziari.

Le risultanze di tale esercizio di calcolo forniscono coefficienti *Beta equity* della rete fissa di Telecom Italia compresi all'interno di un intervallo ristretto e pari a 0,82 – 0,92.

3.2.1 IL TASSO DEL RISCHIO INCREMENTALE DELL'INVESTIMENTO AZIONARIO (EQUITY RISK PREMIUM, ERP)

L'ERP misura il premio che remunera il rischio incrementale dell'investimento azionario rispetto al rendimento delle attività finanziarie prive di rischio. In linea di principio il mercato di cui si calcola il *risk premium* dovrebbe essere lo stesso mercato rispetto al quale si effettua la stima del coefficiente *Beta*. La stima dell'ERP può essere effettuata sia sulla base di serie storiche sia sulla base dei rendimenti attesi.

3.2.2 La valutazione dell'Autorità

Il tasso del rischio incrementale azionario è tipicamente stabile nel tempo. Variazioni dell'ordine di un punto percentuale di tale tasso possono richiedere anche più decenni. L'Autorità con le delibere n. 101/99 e n. 344/01/CONS aveva determinato il tasso incrementale dell'investimento azionario nella misura del 4%.

La valutazione relativa all'ERP è stata effettuata considerando sia studi e pubblicazioni relativi a serie storiche sia stime basate sul calcolo del premio implicito nella capitalizzazione dell'indice di riferimento. Questo secondo approccio è basato sull'utilizzo di un determinato tasso di rendimento atteso che risulta maggiormente coerente con le finalità del presente procedimento di definire un tasso di remunerazione del capitale applicabile ad un arco di tempo tipicamente superiore all'anno.

L'Autorità ha quindi ritenuto di utilizzare un tasso di rischio incrementale azionario calcolato attraverso il premio implicito nella capitalizzazione dell'indice di riferimento (*Dividend Discount Model* semplificato).

C. Relativamente alla stima dell'ERP, si condivide l'orientamento dell'Autorità di utilizzare un valore basato su un tasso di rendimento atteso utilizzando l'approccio descritto nei punti 4.2.1 e 4.2.2 del presente documento?

3.2.3 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non condivide l'orientamento dell'Autorità di calcolare il premio per il rischio di mercato (ERP) ricorrendo al *Dividend Discount Model* (DDM).

Al riguardo tale operatore ritiene che il DDM non sia utilizzabile per la determinazione del premio per il rischio, in quanto ciò comporterebbe un utilizzo del modello che esula dalla prassi utilizzata dagli analisti finanziari e condurrebbe a valori fortemente volatili poiché basata su previsioni, per loro stessa natura incerte, di lungo periodo e non su valori storicamente accertati.

Il ricorso ad analisi storiche sulla misura dei premi per il rischio permette, al contrario, di calcolare valori che qualora vengano osservati su un orizzonte temporale sufficientemente ampio e che dunque cattura differenti fasi del mercato azionario, tendono a ridurre il peso dei fattori extrafondamentali e contingenti.

In conclusione, tale operatore sottolinea come, nella determinazione dell'ERP, non sia metodologicamente corretto prendere in considerazione dati che si riferiscono ad un periodo temporale di breve o medio periodo. Maggiore è il periodo temporale che si considera, più il corrispondente valore di ERP è rappresentativo della maggiorazione di rendimento che un investitore medio si aspetta di ottenere investendo nel mercato azionario rispetto al mercato dei titoli di Stato.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile hanno espresso perplessità circa la proposta dell'Autorità di determinare il valore dell'ERP attraverso l'utilizzo del solo criterio del *Dividend Discount Model* per la stima del valore. In particolare tali operatori ritengono che il DDM, che prevede di utilizzare un tasso di rischio incrementale azionario calcolato attraverso il premio implicito nella capitalizzazione dell'indice di riferimento, possa portare a risultati molto lontani dai valori risultanti dall'analisi di serie storiche. A tal riguardo si ritiene che i due metodi (DDM e serie storiche) dovrebbero essere utilizzati parallelamente al fine di validare attraverso l'analisi delle serie storiche, le stime empiriche derivanti dall'utilizzo del DMM, definendo pertanto un premio per il rischio che approssimi adeguatamente le due valutazioni.

In conclusione tali operatori propongono di calcolare il premio di rischio ERP attraverso l'utilizzo congiunto del DDM e di modelli di stima che utilizzano le serie storiche nonché

dell'utilizzo di *benchmark* (segnalando come in Gran Bretagna Ofcom abbia calcolato il valore dell'ERP nell'ambito di un intervallo di valori che fossero contemporaneamente coerenti con le stime derivanti dall'utilizzo di modelli basati su serie storiche, su stime prospettiche e analisi di *benchmark*).

Un operatore di rete fissa ritiene che l'ERP subisca variazioni inferiori al punto percentuale nel corso di diversi decenni e condivide l'orientamento dell'Autorità di continuare ad adottare la stessa metodologia di calcolo dell'ERP coerentemente con le delibere 101/99 e 344/01/CONS.

3.2.4 Le conclusioni dell'Autorità

Le osservazioni espresse dagli operatori nella consultazione pubblica non convergono sull'identificazione della metodologia più appropriata per il calcolo del premio di mercato. L'Autorità ritiene che, alla luce dell'attuale congiuntura di mercato, l'uso di metodologie di calcolo basate esclusivamente su serie storiche o su analisi prospettiche possano fornire risultati non affidabili.

In relazione a quanto premesso e in considerazione del fatto che il premio di mercato si modifica solo nel lungo periodo, l'Autorità ritiene opportuno confermare, per il presente calcolo del costo del capitale, il premio di mercato già determinato con la delibera n. 344/01/CONS e fissato in 4 punti percentuali.

Tale valore peraltro è quello utilizzato da altre Autorità di regolamentazione settoriale per la determinazione dei tassi di remunerazione del capitale nei rispettivi settori.

(3.3.1) L'ALIQOTA FISCALE: LA VALUTAZIONE DELL'AUTORITÀ

L'Autorità, ai fini del calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio ante imposte, ha considerato un'aliquota fiscale attesa a cui sarebbe soggetto un investimento incrementale di risorse in attività simili. Tale aliquota fiscale è ottenuta dalla somma dell'aliquota piena IRPEG e dell'aliquota IRAP.

D. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di utilizzare, come aliquota fiscale del capitale proprio lordo, quella ottenibile dalla somma delle aliquote piene dell'IRPEG e dell'IRAP?

3.3.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non condivide l'orientamento dell'Autorità in quanto non tiene conto delle caratteristiche dell'ordinamento tributario nazionale e del contesto nel quale opera Telecom Italia.

In particolare tale operatore ritiene che non sia logicamente ammissibile una misura di *tax rate* ottenuta come somma di due aliquote riferibili a due tributi diversi (seppur relativi ad uno stesso soggetto passivo). Se è vero, come nello specifico caso in rassegna, che ciascun tributo è il risultato di un'aliquota per una base imponibile, la somma dei tributi può essere rappresentata come prodotto tra somma delle aliquote e base imponibile soltanto se le basi imponibili coincidono. Peraltro, quando le due basi imponibili divergono in modo sostanziale (i.e. sono diverse) un'operazione del genere rischia di generare effetti distorsivi ai limiti dell'arbitrarietà.

Per misurare, invece, l'incidenza reale dell'IRAP sul tax rate è indispensabile tener conto dell'entità del costo del lavoro in relazione al EBIT e conseguentemente apportare un fattore di rettifica (FR) al tasso IRAP di tipo $FR * 4,25\%$.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile condividono l'orientamento dell'Autorità in merito all'aliquota fiscale da utilizzare ai fini del calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio ante imposte.

Un operatore di rete fissa condivide l'orientamento dell'Autorità di calcolare l'aliquota fiscale del capitale proprio lordo come somma delle aliquote IRPEG e IRAP. Tale approccio di calcolo garantisce che gli investimenti effettuati sono soggetti alla stessa aliquota fiscale dei nuovi investimenti. La metodologia di calcolo è inoltre applicabile a qualsiasi operatore e fornisce trasparenza al mercato.

3.3.3 Le conclusioni dell'Autorità

L'Autorità alla luce delle considerazioni emerse nella consultazione pubblica ritiene opportuno valutare l'aliquota fiscale complessiva, applicabile al tasso di remunerazione del capitale proprio, sulla base del peso che le imposte derivanti dall'applicazione dell'IRES e dell'IRAP hanno sul risultato economico di Telecom Italia.

Per quanto concerne l'IRAP, è prevedibile una progressiva riduzione in seguito alla politica fiscale attesa dei prossimi anni. L'Autorità ritiene pertanto che il tasso di remunerazione del capitale potrà essere soggetto a revisione qualora l'IRAP dovesse subire delle rettifiche significative a seguito di interventi di politica fiscale da parte del governo.

Ciò premesso l'Autorità ritiene che l'aliquota fiscale applicabile al calcolo del costo del capitale proprio sia valutabile nell'intorno del 40%.

4. IL COSTO DEL CAPITALE DI DEBITO

Il calcolo del costo del capitale di debito (Cd) misura il costo di acquisizione di mezzi finanziari di terzi. Tale costo è dato dalla somma del tasso privo di rischio (Rf) e da un tasso dovuto al rischio di insolvenza detto anche premio sul debito (Pd). Le obbligazioni di alcuni operatori sono trattate sui principali mercati regolamentati e pertanto i relativi tassi sono utilizzati come approssimazione del costo del debito. Tale approccio tuttavia si basa su un tasso di remunerazione del debito non necessariamente efficiente in quanto associato al rendimento dell'obbligazione di una specifica società. In alternativa è possibile utilizzare il cosiddetto "tasso benchmark" del mercato obbligazionario internazionale, il quale è pubblicato quotidianamente dai più rilevanti periodici specializzati nelle dinamiche dei mercati finanziari.

La duration delle obbligazioni dovrebbe essere coerente con la duration del tasso privo di rischio (risk free rate).

4.1 La valutazione dell'Autorità

L'Autorità ritiene che il costo del debito finanziario debba essere coerente con il periodo di riferimento del tasso privo di rischio e quindi determinato come media dei rendimenti

medi degli ultimi 3 mesi delle obbligazioni Sogerim con scadenza 2011 e Telecom Italia con scadenza 2012.

Al tasso così ottenuto, valore per altro allineato con i rendimenti di titoli obbligazionari emessi dalle altre società di telecomunicazioni europee, corrisponde uno *spread* implicito, sul tasso di rendimento privo di rischio (stimato sulla base di quanto esposto al punto 3.2 del presente documento) .

Il costo complessivo del capitale di debito è in ultimo ottenuto facendo la media ponderata tra il costo del debito finanziario e le altre fonti di passivo non onerose tra cui i debiti Ex Lege 58/92 e il fondo TFR.

E.1 Si condivide l'orientamento dell'Autorità di utilizzare, per il calcolo del costo del capitale di debito finanziario, un tasso medio implicito di rendimento relativo agli ultimi tre mesi rilevati derivato dall'analisi delle emissioni obbligazionarie di Telecom Italia con scadenza pluriennale (2011 e 2012)?

E.2 Si condivide inoltre l'orientamento dell'Autorità di calcolare il costo complessivo del capitale di debito come media ponderata tra capitale di debito finanziario e le altre fonti di passivo non onerose (tra cui il TFR e i debiti tributari)?

4.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non concorda con l'orientamento espresso dall'Autorità nel quesito E.1 e ritiene che un periodo di osservazione trimestrale sia inadeguato. Al riguardo, tale operatore ritiene, infatti, metodologicamente più corretto prendere in considerazione un periodo temporale più ampio (un anno), coerentemente anche con quanto previsto dalla *best practice*. Un periodo di un anno è, infatti, meno soggetto a possibili oscillazioni legate ad eventi contingenti e pertanto fornisce un dato più stabile, pur mantenendo di significatività da un punto di vista finanziario.

Inoltre, coerentemente con il periodo temporale preso in considerazione per la determinazione del tasso risk free (dieci anni), si ritiene più opportuno prendere in considerazione un bond di Telecom Italia avente scadenza più lunga –peraltro disponibile– rispetto ai due bond (2011 e 2012) individuati dall'Autorità.

In merito al quesito E.2 lo stesso operatore di rete fissa condivide in linea di principio l'approccio metodologico che prevede di calcolare il costo complessivo del capitale di debito come media ponderata tra capitale di debito finanziario e le altre fonti di passivo pur tuttavia precisando che il calcolo del costo del debito dovrebbe tener conto dei ratei e risconti di natura finanziaria nonché del debito netto.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile concordano con l'orientamento espresso dall'Autorità nel quesito E.1 di calcolare il costo del capitale di debito per Telecom Italia nel complesso delle sue attività utilizzando il tasso *benchmark* riferito a un periodo di 18/24 mesi.

Gli stessi operatori concordano con l'orientamento espresso dall'Autorità nel quesito E.2.

Un operatore di rete fissa ritiene che fare riferimento ai rendimenti delle obbligazioni di TI significa utilizzare il costo che TI deve sostenere per ricorrere al mercato del credito. Per le diverse caratteristiche di TI tale costo potrebbe essere più elevato del costo medio del

credito in Italia. Le inefficienze di TI non dovrebbero essere riflesse nei costi dei servizi di accesso e di interconnessione. Il tasso *benchmark* è applicabile a tutti gli operatori presenti nei mercati italiani ed è di facile ed immediata rilevazione. Per tali ragioni si ritiene che il calcolo del costo del debito debba fondarsi sul tasso *benchmark* e non sui rendimenti delle obbligazioni di TI.

Lo stesso operatore di rete fissa condivide l'orientamento dell'Autorità espresso nel quesito E.2.

4.3 Le conclusioni dell'Autorità

Le osservazioni espresse dagli operatori in merito alla determinazione del costo del debito non convergono verso un'unica metodologia di calcolo.

In ragione delle considerazioni già espresse nel paragrafo 2.3, l'Autorità ritiene che, coerentemente con la *duration* del tasso privo di rischio e con la prassi internazionale, anche il costo del debito debba essere riferito ad un periodo decennale. E' stato pertanto stimato il rendimento medio lordo di un titolo obbligazionario con scadenza a dieci anni che si è attestato intorno a 4,8%.

In merito all'inclusione delle fonti di passivo non onerose nel calcolo del costo del debito, l'Autorità, anche alla luce di quanto emerso in fase di consultazione pubblica, ha calcolato il costo del debito come media ponderata del costo delle passività finanziarie e delle passività non onerose (TFR e debiti tributari).

Ciò premesso, il costo del debito calcolato dall'Autorità tenuto conto delle passività non onerose è risultato intorno al 4,5%.

5. LA STRUTTURA FINANZIARIA

La struttura finanziaria è data dal peso che i valori correnti del capitale proprio e del capitale di debito assumono sul capitale totale. In alcuni casi in alternativa alla valutazione corrente del capitale proprio e del capitale di debito si utilizza un approccio alternativo che definisce la struttura finanziaria sulla base del miglior mix di fonti finanziarie adottabile da un operatore efficiente.

5.1 La valutazione dell'Autorità

L'Autorità ha analizzato la struttura finanziaria consolidata del Gruppo TI espressa a valori di mercato. Il capitale proprio attribuibile a Telecom Italia "rete fissa" è stato calcolato come differenza tra il capitale proprio consolidato di Telecom Italia e il capitale proprio delle società operanti in mercati non direttamente riconducibili all'attività nazionale di rete fissa (TIM, SEAT P.G., Telecom Argentina e Entel Chile). Analogamente il valore del capitale di debito è stato calcolato come differenza tra debito consolidato di Telecom Italia e debito delle società controllate.

F. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di determinare la struttura finanziaria secondo le modalità descritte nel paragrafo 6 del presente documento?

5.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non condivide l'approccio di determinare la struttura finanziaria con riferimento al Bilancio consolidato, né ritiene corretto il riferimento ad un generico operatore efficiente.

In merito alla determinazione della struttura finanziaria tale operatore sottolinea che:

- il dato di partenza per la determinazione della struttura finanziaria di Telecom Italia “rete fissa” deve essere il Bilancio Civilistico di Telecom Italia S.p.A., non il Bilancio Consolidato. Ciò anche in coerenza con la metodologia adottata nel procedimento del 2001;
- come sottolineato in merito alla determinazione del costo complessivo del capitale di debito, la *best practice* prende in considerazione non il debito lordo, bensì il debito al netto delle “Disponibilità e Crediti Finanziari a Breve”;
- occorre escludere quelle componenti di debito nate al solo fine di essere impiegate per operazioni di fusione e/o acquisizione.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile concordano con la metodologia proposta dall'Autorità al fine di determinare la struttura finanziaria di Telecom Italia. Tuttavia tali operatori sottolineano come i valori così determinati siano riferibili a Telecom Italia nel suo complesso, e non ai singoli aggregati regolatori e come quindi, a livello teorico, sarebbe necessario stimare la struttura finanziaria efficiente per ogni singolo aggregato regolatorio.

Un operatore di rete fissa ritiene che la struttura finanziaria debba fare riferimento alla sola attività di rete fissa. Al riguardo ritiene che ai fini dell'imposizione dell'orientamento al costo dei servizi, la struttura finanziaria della rete fissa debba essere calcolata sulla base del miglior mix di fonti finanziarie adottabile da un operatore efficiente. Ciò, infatti, garantisce che l'operatore interconnesso non sopporti costi dovuti alle inefficienze finanziarie di Telecom Italia.

In conclusione tale operatore non condivide l'orientamento dell'Autorità di determinare la struttura finanziaria di TI sulla base delle modalità espresse al punto 5.1 dell'Allegato B2.

5.3 Le conclusioni dell'Autorità

La maggior parte degli operatori rispondenti alla consultazione pubblica ritiene opportuno determinare la struttura finanziaria di Telecom Italia sulla base di un mix efficiente di fonti di finanziamento.

L'Autorità ha provveduto a stimare il valore di mercato delle società appartenenti al gruppo Telecom Italia nonché i debiti in capo a ciascuna di esse. Sulla base della struttura finanziaria consolidata è stato determinato il mix di fonti finanziarie proprie e di terzi della divisione di rete fissa di Telecom Italia. Il rapporto tra debiti e capitale complessivo della rete fissa di Telecom Italia è risultato superiore alla media dei principali operatori di rete fissa europea. Al riguardo, l'Autorità ritiene che la struttura finanziaria della rete fissa di Telecom Italia non è necessariamente rappresentativa di un operatore efficiente ai fini del calcolo del costo del capitale e, pertanto, ha provveduto a stimare il mix ottimale di fonti di finanziamento valutando i dati di operatori di rete fissa europei comparabili per dimensioni ed attività a Telecom Italia, pervenendo ad un intervallo di valori compresi tra 0,25 e 0,4.

6. IL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE DIFFERENZIATO PER ATTIVITA'

Il vecchio quadro normativo così come la normativa nazionale e internazionale vigenti prevedono obblighi di separazione contabile per alcuni aggregati regolatori di rete fissa. L'art. 48 del Codice prevede la possibilità da parte dell'Autorità di imporre obblighi di separazione contabile in relazione a particolari attività nell'ambito dell'accesso e dell'interconnessione. La separazione contabile ha il fine di fornire conti e informazioni sui vari aggregati regolatori come fossero differenti società strutturalmente separate. E' quindi possibile ipotizzare diversi tassi di remunerazione del capitale investito per ciascun aggregato regolatorio.

L'art. 50 del Codice prevede inoltre che l'Autorità tenga conto di "... un'equa remunerazione del capitale investito, di volume congruo, in considerazione dei rischi connessi ...".

6.1 La valutazione dell'Autorità

Da un punto di vista concettuale l'Autorità ritiene che l'applicazione di valori differenti del tasso di remunerazione del capitale agli aggregati regolatori Telecom Rete di Accesso e Telecom Rete di Trasporto, prevista dalla Raccomandazione 98/322/CE della Commissione europea e dal Codice, appare appropriata in quanto il mercato dell'accesso e il mercato del trasporto presentano differenti situazioni competitive nonché diversi gradi di rischiosità e pertanto è ragionevole ritenere che il parametro Beta nei due contesti aziendali assuma valori differenti. Il calcolo di un tasso di remunerazione del capitale differenziato per aggregati regolatori richiede la stima indiretta del coefficiente Beta facendo anche ricorso agli indici di volatilità del rendimento di aggregati regolatori comparabili appartenenti ad altri settori produttivi nazionali ed extra nazionali. L'Autorità ritiene che la stima di differenti tassi di remunerazione del capitale, per le differenti attività nell'ambito dell'accesso e dell'interconnessione, sia allo stato perseguibile.

G. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di determinare un tasso di remunerazione del capitale differenziato per aggregati regolatori?

6.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa non condivide l'orientamento di determinare un tasso di remunerazione del capitale differenziato per Aggregati Regolatori sia per ragioni di tipo generale/finanziario che di business/regolamentari.

Tale operatore fa rilevare, infatti, che non esiste in Europa né un titolo di un operatore né un indice che faccia riferimento esclusivo a presunti segmenti di attività come per esempio la rete di accesso o la rete di trasporto.

L'operatore infine sottolinea che qualora si ricorresse comunque ad una suddivisione dei due beta, non consegue necessariamente che la somma, eventualmente ponderata, di tali beta sia equivalente al valore aggregato. L'espressione del beta, infatti, essendo un parametro di mercato, è strettamente legata alla percezione che il mercato stesso ha della rischiosità complessiva dell'azienda e non della somma dei singoli rami di attività che la compongono.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile sottolineano il rilievo e l'importanza che il tasso di remunerazione del capitale impiegato nell'aggregato

regolatorio “rete di accesso” sia calcolato con riferimento alle specifiche condizioni competitive e di mercato che caratterizzano tale ramo d’azienda. In particolare si fa notare come l’ipotesi di calcolare un tasso di remunerazione distinto per aggregato regolatorio:

- sia stata formulata dall’Autorità stessa sin dal 1999;
- sia stata già applicata dall’autorità francese mentre quella britannica ne stia valutando l’utilizzo all’interno del processo di implementazione del Nuovo Quadro Regolamentare (NQR);
- sia particolarmente rispondente a quanto previsto dal NQR per quanto concerne l’obiettivo più generale di promozione della concorrenza (necessario evitare sussidi incrociati tra servizi diversi) ma anche per quanto previsto in relazione alla necessità di remunerare il capitale investito proporzionalmente al rischio connesso all’investimento.

Un operatore di rete fissa ritiene che ogni aggregato regolatorio debba avere un proprio WACC di riferimento. E’ evidente che alcuni parametri come il coefficiente Beta, necessari per il calcolo del WACC, non sono direttamente rilevabili sul mercato finanziario in quanto gli aggregati regolatori non sono quotati in borsa. Tale operatore ritiene pertanto che tali parametri possano essere ricavati da mercati comparabili anche riferiti ad altri settori di pubblica utilità nazionali ed internazionali come trasporti ed energia. L’elemento chiave di un coefficiente Beta comparabile è dato dalla rischiosità dell’attività nel settore e non dalle caratteristiche tecniche dei servizi offerti. Un ipotetico Beta della rete ferroviaria è quindi equiparabile al Beta della rete di accesso delle telecomunicazioni per il rischio simile a cui sono soggette entrambe le attività in relazione al grado di concorrenza dei mercati.

6.3 Le conclusioni dell’Autorità

Come evidenziato dagli operatori rispondenti alla consultazione pubblica, il calcolo di un tasso di remunerazione del capitale distinto per divisioni aziendali implica il ricorso ai cosiddetti *comparables*, vale a dire ai coefficienti *Beta* di aziende operanti in settori simili, per grado di competitività, alla rete di accesso e di trasporto nonché alla divisione commerciale di Telecom Italia.

Sono stati quindi analizzati i coefficienti *Beta* di operatori di telecomunicazioni italiani ed esteri fornitori di servizi di telefonia fissa e mobile nonché di servizi a larga banda. Si è provveduto altresì ad analizzare i coefficienti *Beta* di società italiane ed estere operanti in settori di pubblica utilità caratterizzati da diversi gradi di concorrenza come il settore idrico, aeroportuale, elettrico ed energetico.

Al termine dell’analisi dei coefficienti *Beta* di società italiane ed estere operanti nei settori di telecomunicazioni ed altri settori di pubblica utilità, l’Autorità ha concluso che, sebbene esistono metodologie consolidate per il calcolo di *Beta* divisionali, i dati osservati (relativi a oltre 20 società) non consentono di identificare una relazione significativa tra rischio di impresa e grado di infrastrutturazione nelle reti di accesso e trasporto.

Sulla base di quanto premesso, l’Autorità ritiene che un coefficiente Beta divisionale (Accesso e Trasporto) non sia allo stato determinabile ai fini del presente calcolo del costo del capitale.

7. TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IN TERMINI REALI E NOMINALI

Per determinare il tasso di remunerazione del capitale in termini reali è necessario che il processo di calcolo della media ponderata del costo del capitale tenga conto del tasso di inflazione.

In generale, l'esercizio di calcolo del costo del capitale in termini reali richiede di definire le modalità di determinazione del tasso di inflazione e quindi la scelta della tecnica di calcolo più appropriata per la trasformazione del tasso di remunerazione del capitale da nominale in reale.

Il tasso di inflazione può essere derivato a titolo di esempio dal tasso di inflazione pubblicato annualmente dall'ISTAT ovvero come differenza dei tassi di rendimento nominali e reali dei titoli di Stato.

Il calcolo del tasso medio ponderato del costo del capitale in termini reali può essere effettuato impiegando diverse tecniche di calcolo pur utilizzando come input lo stesso tasso di inflazione.

H. Si condivide l'orientamento dell'Autorità di determinare un tasso di remunerazione del capitale in termini nominali e reali?

7.2 Le osservazioni degli operatori nel processo di consultazione pubblica

Un operatore di rete fissa ritiene che non vi possa essere alcuno spazio di applicazione per un costo del capitale in termini reali. In particolare si osserva che tutti i valori considerati nell'ambito degli strumenti di "rimedio" alle posizioni dominanti sono espressi in termini nominali e, come tali, non possano che essere associati a tassi parimenti nominali.

Si osserva inoltre che gli operatori di TLC italiani operano in area Euro e che, pertanto, non sono ravvisabili esigenze di aggiustamenti in eventuali confronti con altri operatori europei anche in ragione di un comune scenario inflazionistico non particolarmente dinamico.

Sei operatori di rete fissa e un operatore integrato di rete fissa e mobile non condividono l'orientamento dell'Autorità di determinare il tasso di remunerazioni del capitale anche in termini reali.

Un operatore di rete fissa condivide l'orientamento dell'Autorità di calcolare un WACC sia in termini nominali sia in termini reali.

7.3 Le conclusioni dell'Autorità

La maggior parte degli operatori rispondenti alla consultazione pubblica non ha condiviso l'orientamento dell'Autorità di calcolare il tasso di remunerazione del capitale anche in termini reali. In particolare viene fatto osservare che il costo del capitale in termini reali non è rilevante per le imprese che operano nell'area Euro, la quale è caratterizzata da un tasso di inflazione tendenzialmente stabile e comune agli Stati membri.

Alla luce di tanto, l'Autorità nel condividere quanto emerso in sede di consultazione, ritiene opportuno determinare il tasso di remunerazione del capitale solo in termini nominali.

8. IL TASSO MEDIO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IMPIEGATO

Una volta determinati i parametri rilevanti relativi al CAPM e al costo del debito, l'Autorità ha provveduto a calcolare il tasso medio di remunerazione del capitale pesato dal rapporto che i mezzi finanziari propri e di terzi hanno sul capitale complessivo della divisione di rete fissa di Telecom Italia.

Sulla base di quanto premesso e considerati gli intervalli ragionevoli di variazione, il tasso di remunerazione del capitale nominale ante imposte è quindi risultato pari a 10,2 %.