

ALLEGATO B.2 ALLA DELIBERA N. 692/07/CONS

**VALUTAZIONE AI SENSI DELLA DELIBERA N. 417/06/CONS ART. 40, COMMA 4,
DELLE CONDIZIONI ECONOMICHE DEL SERVIZIO DI TERMINAZIONE DELLE
CHIAMATE VOCALI IN POSTAZIONE FISSA RICHIESTE DAGLI OPERATORI BT
ITALIA, FASTWEB, TELE 2 E TISCALI**

***MODELLO DI DETERMINAZIONE DEL
TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IMPIEGATO - (orientamenti degli uffici
inviato l'11 dicembre 2007)***

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

1. L'art. 50 del Codice prevede che nell'imporre obblighi di controllo dei prezzi, l'Autorità debba consentire agli operatori un'equa remunerazione del capitale impiegato. Gli uffici hanno dunque proceduto a valutare il tasso di remunerazione del capitale utilizzando il metodo del costo medio ponderato del capitale (*WACC, Weighted Average Cost of Capital*) già adottato dall'Autorità con le delibere n. 101/99, 344/01/CONS, 47/03/CONS, 3/06/CONS e 4/06/CONS, le quali costituiscono il quadro regolamentare di riferimento. Il costo del capitale, 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.

Formalmente, il tasso di remunerazione del capitale è calcolato in base alla seguente formula:

$$\mathbf{WACC} = [E / (D+E)] * C_p / (1-T) + [D / (D+E)] * C_d$$

dove:

E: valore corrente del capitale proprio;

D: valore corrente del debito finanziario netto;

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

C_d : tasso di remunerazione del debito finanziario;

T: aliquota fiscale

2. Il tasso di remunerazione del capitale proprio (C_p), 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).

$$\mathbf{C_p} = R_f + ERP \times \beta_l$$

dove:

R_f : Tasso di remunerazione privo di rischio;

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

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

3. Il tasso di remunerazione del capitale di debito (C_d), anche se determinabile attraverso diverse tecniche di calcolo, è dato dalla somma del tasso privo di rischio (R_f) e di un tasso per il premio dovuto al rischio sul debito (P_d , rischio di insolvenza, cosiddetto *debt premium o spread*).

$$\mathbf{C_d} = R_f + P_d$$

4. 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)

2.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

5. BT Italia ha proposto di utilizzare un *bond* trentennale del governo italiano come indice del tasso privo di rischio. BT Italia ricorrendo a tale *bond* ha quindi quantificato il tasso privo di rischio in 5 punti percentuali.

6. Fastweb ha esaminato in dettaglio i rendimenti di più titoli per determinare il tasso privo di rischio. Nel valutare tale tasso, Fastweb ha utilizzato dati storici decennali riferiti a titoli di stato della zona euro. In primo luogo, sono stati considerati i titoli di stato nominali emessi dalla Germania e dall'Italia. Fastweb ha quindi calcolato la media dei due rendimenti nominali che è risultata pari a 4,31%. In un'ottica conservativa Fastweb ha proposto di utilizzare il 4% come tasso privo di rischio.

7. Tele2 ha utilizzato il tasso benchmark BTP decennale per stimare il tasso privo di rischio. Il risultato di tale esercizio ha fornito un risk free rate pari a 4,1%.

8. Tiscali ha adottato nel calcolo del costo del capitale un tasso privo di rischio pari a 3,85%, calcolato come tasso di rendimento alla scadenza dei BTP a 5 anni.

2.2 Le valutazioni degli uffici

9. 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.

10. 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.

11. Il costo del capitale rappresenta il costo opportunità di investimenti alternativi in relazione al capitale impiegato nella rete fissa da parte di un generico operatore. 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, gli uffici hanno ritenuto, coerentemente con le delibere adottate dall'Autorità in materia di costo del capitale nonché 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.

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

Gli uffici hanno 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.

13. Alla luce della attuale situazione dei mercati finanziari, si è dunque proceduto al calcolo del rendimento medio lordo dell'indice *benchmark* (per l'Italia) utilizzando i rendimenti osservati nell'anno di riferimento. Il rendimento lordo del tasso privo di rischio, così calcolato, si attesta intorno a 4 punti percentuali.

14. Si è osservato, infine, che il tasso privo di rischio, calcolato da BT Italia, non è coerente con la metodologia adottata con la delibera n. 4/06/CONS per il calcolo del tasso di remunerazione del capitale. Differentemente da BT Italia, le metodologie utilizzate da Fastweb e Tiscali, sebbene diverse da quella utilizzata dall'Autorità, convergono verso il valore calcolato dagli uffici. Solo Tele2 ha applicato correttamente la metodologia di calcolo determinata con la delibera n. 4/06/CONS per la determinazione del tasso privo di rischio, che si attesta a un valore analogo a quello proposto dagli uffici.

(3) IL CALCOLO DEL COEFFICIENTE BETA NELL'AMBITO DEL MODELLO CAPM

3.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

15. BT Italia non specifica la metodologia utilizzata per il calcolo del coefficiente beta. Ciononostante BT Italia utilizza nel proprio calcolo del tasso di remunerazione del capitale un coefficiente beta pari a 1,36.

16. Fastweb ha utilizzato per il calcolo del coefficiente beta le serie storiche dei rendimenti del proprio titolo azionario e dell'indice MIBTEL su un arco di tempo quinquennale, con rilevazioni settimanali e mensili. La media di tali rilevazioni ha fornito un coefficiente beta pari a 2,03. Fastweb ha inoltre inviato un documento integrativo, predisposto dalla società WIK, per meglio giustificare le scelte effettuate in merito al calcolo del coefficiente beta. In sintesi, WIK ha effettuato un'analisi statistica particolarmente dettagliata volta a dimostrare che i dati giornalieri forniscono errori sulle stime. Pertanto Fastweb ritiene opportuno utilizzare i dati settimanali e mensili relativi al MIBTEL e al proprio titolo azionario ai fini del calcolo del coefficiente beta *equity*. Fastweb ha ritenuto altresì di giustificare ulteriormente le proprie scelte metodologiche concernenti la stima del coefficiente Beta inviando un ulteriore documento nel quale si ritiene che:

- a) la metodologia di calcolo del tasso di remunerazione del capitale dovrebbe essere basata sul modello di Fama e French e non sul CAPM;
- b) l'indice di riferimento più appropriato è il MIBTEL e non lo S&P MIB;
- c) i dati necessari alla stima del coefficiente beta dovrebbero essere rilevati giornalmente utilizzando il metodo di calcolo di Dimson al fine di stimare correttamente la tendenza dei titoli poco liquidi e del mercato di muoversi congiuntamente.
- d) l'indice R quadro delle analisi svolte da Fastweb non sarebbe affatto molto basso. Un'analisi effettuata con i dati mensili per il periodo 2000-2005 ad esempio fornisce

l'indice R quadro pari a 0,33. Il modello è quindi in grado di spiegare oltre un terzo della variabilità del rendimento di Fastweb sulla base della variabilità del rendimento dell'indice di mercato.

- e) l'utilizzo di un parametro ERP pari al 4% nella valutazione di Fastweb, deve pertanto essere considerata un'ipotesi conservativa, che comporta una sottostima del costo del capitale complessivo.

17. Tele2 ha stimato il proprio coefficiente beta, utilizzando un elenco di *comparables* costituito da un panel di sei operatori di telecomunicazioni. Tele2 ha dunque calcolato la media dei coefficienti beta depurandoli della componente finanziaria specifica del campione degli operatori in elenco. Il coefficiente beta così calcolato è risultato pari a 0,85

18. Tiscali non ha specificato le modalità di calcolo del coefficiente beta. Tuttavia Tiscali fornisce il valore del coefficiente asset beta e quindi sembra derivare l'equity beta sulla base del rapporto tra indebitamento e capitale proprio nonché dell'aliquota IRES. Il coefficiente beta proposto da Tiscali per calcolo del costo del capitale proprio è risultato pari a 1,69.

3.2 Le valutazioni degli uffici

19. Il costo del capitale proprio, secondo la migliore prassi corrente è calcolato attraverso il cosiddetto modello CAPM. Tale modello richiede come *input* il tasso di rendimento privo di rischio (R_f), il coefficiente 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.

20. Il coefficiente *Beta* misura la relazione esistente tra il rendimento del titolo dell'operatore rispetto al rendimento medio di mercato. Tale coefficiente non deve essere inteso come misura diretta della rischiosità delle attività dell'operatore in quanto misura esclusivamente come varia il rendimento del titolo di un operatore al variare del rendimento dell'indice di mercato. In base alla prassi corrente tale coefficiente può essere determinato sulla base di serie storiche rilevate quotidianamente, settimanalmente o mensilmente 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.

21. 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. Tale tecnica di calcolo, oltre ad essere utilizzata costantemente dall'Autorità, è stata condivisa dalla maggior parte degli operatori, rispondenti alle consultazioni pubbliche relative alle delibere n. 3/06/CONS e 4/06/CONS che hanno determinato tra l'altro il tasso di remunerazione del capitale di TIM, Vodafone e Telecom Italia.

22. Si è riscontrato che i coefficienti beta proposti dagli operatori sono compresi in un intervallo molto ampio che va da 0,85 di Tele2 a 2,02 di Fastweb.

23. In merito alle memorie e osservazioni prodotte da Fastweb si osserva che tale operatore ha modificato ed integrato la propria posizione nel corso del procedimento in merito alla metodologia di calcolo del coefficiente beta, con riferimento anche alla questione della frequenza delle rilevazioni.

24. Gli uffici hanno acquisito le rilevazioni giornaliere delle quotazioni di Fastweb e Tiscali al fine di verificare il calcolo del *Equity Beta* (o *Beta levered*) in relazione agli indici di mercato proposti dagli operatori. Sono stati considerati i dati concernenti i rendimenti giornalieri delle società, riferiti al lungo periodo e possibili indici di riferimento (MIBTEL, S&P MIB, MIB 30).

25. Gli *equity beta* di Fastweb e Tiscali non richiedono la valutazione preventiva degli Asset Beta e Debt Beta in quanto tale coefficiente è direttamente derivabile dalle rilevazioni di mercato.

26. Nell'ambito dei procedimenti relativi alle delibere 3/06/CONS e 4/06/CONS il MIB 30, basato su rilevazioni giornaliere, costituiva l'indice di riferimento per comparare il rendimento delle attività regolamentate con il rendimento di mercato.

27. Attualmente, lo S&P MIB è il più significativo indice azionario della Borsa italiana. Si tratta del paniere che racchiude le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. L'indice S&P MIB è quotato dal 2 giugno 2004, ma la sua piena operatività si è avuta dal 20 settembre dello stesso anno, ultimo giorno di vita del MIB 30 (paniere di 30 azioni), che ha sostituito. L'indice è nato in seguito ad una partnership tra Borsa Italiana e Standard & Poor's da cui entrambi i partner hanno trovato reciproco vantaggio. L'indice di borsa S&P MIB costituisce il nuovo *benchmark* del mercato borsistico italiano e resta l'unico indice sottostante di prodotti derivati. Esso rappresenta all'incirca 80% della capitalizzazione del mercato azionario italiano.

28. Fastweb è nell'elenco delle società che compongono il paniere di riferimento dell'indice S&P MIB ed il suo peso all'interno del paniere è pari a 0,14% al 24 settembre 2007 analogo a quello di Alitalia e del Gruppo Editoriale l'Espresso.

29. Ricorrendo ai risultati disponibili presso le più importanti e specializzate fonti informative internazionali su dati concernenti le performance economiche e finanziarie delle imprese si è riscontrato che gli indici MIBTEL e MIB 30 non costituiscono mercati di riferimento per gli operatori oggetto di analisi e pertanto sono stati esclusi dal calcolo. A questo proposito è opportuno sottolineare che lo S&P MIB è un indice utilizzato per calcolare il coefficiente beta non solo per le imprese trattate nell'indice di riferimento, quali appunto Telecom Italia e Fastweb, ma anche per Tiscali ed Eutelia che, sebbene società quotate, non sono incluse nell'indice S&P MIB.

30. Il MIBTEL non appare l'indice più appropriato come mercato di riferimento soprattutto alla luce del fatto che Fastweb è quotata nell'indice S&P MIB e che esso è il riferimento per le 40 maggiori società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. I più importanti analisti finanziari internazionali utilizzano infatti per le società quotate di telecomunicazioni italiane (Telecom Italia, Eutelia, Tiscali e Fastweb) quale riferimento di mercato l'indice S&P MIB. In secondo luogo, nonostante il coefficiente beta sia calcolato attraverso regressioni di tipo lineare dei rendimenti, questo difficilmente rispetta i test di significatività statistica. Inoltre la retta di regressione calcolata per determinare il coefficiente beta (coefficiente angolare della retta di regressione) ha tipicamente un R quadro molto basso, a prescindere dalla durata e dalla frequenza delle rilevazioni (3, 4 o 5 anni; giornaliere, settimanali o mensili), indicando con ciò che la relazione di tipo lineare non spiega la relazione esistente tra il rendimento di un titolo e il rendimento dell'indice di mercato. In altre parole gli indici statistici non giocano un ruolo determinante nella scelta della metodologia di calcolo del coefficiente Beta, anche nell'ipotesi in cui questi non dovessero essere significativi da un punto di vista statistico. E' preferibile, infatti, mantenere la continuità metodologica e di criteri del calcolo del coefficiente beta, quale appunto la scelta dell'indice di riferimento, la frequenza e la

durata delle rilevazioni, piuttosto che modificare i criteri scelti, di volta in volta, in funzione dell'operatore analizzato o della bontà degli indici statistici, peraltro spesso non significativi. Così è prassi consolidata utilizzare costantemente la stessa metodologia di calcolo senza adottare alcun correttivo e impiegando sempre lo stesso tipo di rilevazioni (per esempio settimanali in un arco di tempo triennale) proprio per garantire continuità e coerenza ai fini della comparabilità dei risultati nel tempo per lo stesso operatore e tra operatori. Per tale ragione gli uffici non ritengono opportuno modificare l'approccio seguito dall'Autorità negli anni passati per il calcolo del coefficiente beta. Sono stati pertanto calcolati i coefficienti beta *equity* di Fastweb e Tiscali sulla base dell'indice S&P MIB al fine di garantire coerenza e continuità metodologica con le delibera n. 3/06/CONS e 4/06/CONS e con il calcolo del tasso di remunerazione del capitale di tutti gli operatori di telecomunicazioni italiani soggetti a obblighi di controllo dei prezzi.

31. Tele2 Italia e BT Italia non sono, invece, società quotate e pertanto è prassi consolidata ricorrere ai coefficienti beta di società comparabili per attività e dimensioni.

32. E' stato quindi identificato un campione di operatori rappresentativi di Tele2 Italia e BT Italia del quale si disponeva di dati relativi ai coefficienti *equity* e *asset* beta nonché struttura finanziaria e aliquota fiscale. Partendo dall'asset beta medio del campione di operatori è stato dunque possibile determinare il coefficiente beta *equity* sia per Tele2 Italia, sia per BT Italia. L'esercizio di calcolo dell'*equity* beta ha richiesto l'analisi preventiva della struttura finanziaria (*gearing*) degli operatori Tele2 e BT Italia, le cui valutazioni sono riportate nella relativa sezione.

33. Al fine di disporre anche di un criterio comune di calcolo per tutti gli operatori (BT Italia, Fastweb, Tele2 Italia, Tiscali), gli uffici hanno ritenuto necessario replicare il calcolo del coefficiente beta *equity* di Fastweb e Tiscali sulla base degli stessi *comparables* utilizzati per il coefficiente beta di BT Italia e Tele2. I due esercizi di calcolo eseguiti, hanno determinato un coefficiente beta *equity* per ciascun operatore.

34. Le risultanze dell'analisi del coefficiente beta della rete fissa di Fastweb, Tiscali, Tele2 e BT Italia, sono riportate nella seguente tabella.

	BT Italia	Fastweb	Tele2 Italia	Tiscali
Coefficiente beta equity	1,14	1,23	0,98	1,15

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

4.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

35. BT Italia, non indica nella propria proposta la fonte di dati né la metodologia utilizzate per il calcolo del premio di mercato. Ciononostante BT Italia propone di utilizzare un premio di mercato pari a 7,5%.

36. Fastweb nel proprio documento di calcolo del WACC, ha descritto dettagliatamente la metodologia e le fonti impiegate per il calcolo del premio di mercato. Fastweb ha inoltre esplorato molte tecniche di calcolo alternative per la determinazione del premio di mercato. In base a proprie

stime Fastweb ha osservato un premio di mercato sui mercati italiani pari a 4,6%. Tuttavia Fastweb in un'ottica prudentiale ha preferito utilizzare, nel proprio calcolo del WACC, un premio di mercato pari al 4%, in linea con la determinazione dell'Autorità.

37. Tele2 Italia ha proposto di utilizzare un premio di mercato di lungo periodo sui mercati internazionali con particolare riferimento all'Italia. La fonte utilizzata è Damodaran che fornisce, tra i molti dati finanziari, anche il premio di mercato per la maggior parte dei paesi. Il tasso fornito da Damodaran sul premio di mercato italiano è pari a 5,63%, ma in un'ottica conservativa, Tele2 Italia ha proposto di utilizzare un premio di mercato pari 5,5%.

38. Tiscali non fornisce nel proprio documento informazioni relative alle fonti e metodologie di calcolo del premio di mercato. Tuttavia Tiscali utilizza nel calcolo del proprio WACC un premio di mercato pari al 5%.

4.2 Le valutazioni degli uffici

39. 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.

40. Il tasso del rischio incrementale azionario è tipicamente stabile nel tempo. Variazioni anche dell'ordine di un punto percentuale di tale tasso possono richiedere diversi decenni. L'Autorità con le delibere n. 101/99, 344/01/CONS, 3/06/CONS e 4/06/CONS aveva determinato il tasso incrementale dell'investimento azionario nella misura del 4%.

41. I premio di mercato proposti dagli operatori variano sensibilmente in un intervallo compreso tra il 4 e il 7,5%.

42. La valutazione dell'ERP è stata effettuata, in primo luogo, 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.

43. Alla luce dell'attuale congiuntura dei mercati finanziari, l'uso di metodologie di calcolo basate esclusivamente su serie storiche o su analisi prospettiche possono fornire risultati non affidabili. Le analisi svolte dagli uffici non hanno evidenziato variazioni significative nei rendimenti di mercato tali da modificare il premio di mercato rispetto a quanto determinato con le delibere n. 101/99, 344/01/CONS, 47/03/CONS, 3/06/CONS e 4/06/CONS.

44. In relazione a quanto premesso e in considerazione del fatto che il premio di mercato si modifica solo nel lungo periodo, si è ritenuto di confermare, per il presente calcolo del costo del capitale, il premio di mercato, già determinato con le delibere concernenti la remunerazione del capitale, nella misura di 4 punti percentuali.

Tale valore peraltro, oltre a garantire il rispetto dei principi di continuità e coerenza dei provvedimenti sul tasso di remunerazione del capitale, è quello utilizzato da altre Autorità di regolamentazione settoriale per la determinazione dei tassi di remunerazione del capitale nei rispettivi settori.

5. L'ALiquota FISCALE

5.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

45. BT Italia, Tiscali e Tele2 propongono di applicare al tasso di remunerazione del capitale proprio l'aliquota fiscale calcolata come somma tra le aliquote IRES e IRAP (37,25%) mentre Fastweb propone un'aliquota fiscale attesa pari al 40%.

5.2 Le valutazioni degli uffici

46. Ai fini del calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio ante imposte, gli uffici hanno considerato un'aliquota fiscale attesa, cui sarebbe soggetto un investimento incrementale di risorse in attività simili. Tale aliquota fiscale è ottenuta dalla somma dell'aliquota piena IRES e dell'aliquota IRAP. Tale approccio è giustificato sulla base del fatto che gli operatori di rete fissa interconnessi alla rete di Telecom Italia tipicamente sono caratterizzati da una situazione finanziaria non ancora consolidata. Se è vero, da un lato, che l'aliquota fiscale caratterizza le differenze tra operatori, dall'altro, gli operatori di rete fissa italiani non hanno ancora raggiunto un consolidamento delle proprie posizioni nei mercati al dettaglio di telecomunicazioni.

47. In questo contesto, non sembra pertanto appropriato determinare l'aliquota fiscale effettiva sulla base del peso che le imposte derivanti dall'applicazione dell'IRES e dell'IRAP hanno sul risultato economico di operatori di telecomunicazioni.

In tal senso gli uffici ritengono che, in futuro, al fine di armonizzare il trattamento metodologico seguito per tutti gli operatori di rete fissa e mobile, l'aliquota fiscale applicabile al tasso di remunerazione del capitale proprio debba essere calcolata seguendo un approccio di tipo prospettico incrementale e in particolare sommando le aliquote IRES e IRAP.

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

49. Ciò premesso gli uffici propongono di valutare l'aliquota fiscale applicabile al calcolo del costo del capitale proprio nella misura del 37,25%.

6. IL COSTO DEL CAPITALE DI DEBITO

6.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

50. BT Italia non fornisce dettagli sulle fonti e le metodologie di calcolo seguite per la determinazione del tasso di remunerazione delle fonti finanziarie di terzi. BT Italia, tuttavia, utilizza nel proprio calcolo del WACC un costo del debito post tax pari al 2,5%. BT Italia ha calcolato tale tasso sottraendo al tasso privo di rischio un punto percentuale dovuto allo *spread* e moltiplicando il risultato ottenuto per il complemento della somma delle aliquote fiscali IRES e IRAP.

51. Fastweb ha calcolato il tasso di remunerazione del capitale di terzi a partire dai propri dati di bilancio riferiti agli oneri finanziari nonché all'ammontare e tipologie di debiti esistenti. Sulla base di tali dati Fastweb ha determinato un costo del debito nella misura del 6%. Per verificare la bontà del risultato ottenuto dai dati di bilancio, Fastweb ha inoltre provveduto a stimare il rating che le sarebbe assegnato sulla base delle proprie performance economiche e finanziarie. Tale esercizio di

calcolo ha assegnato a Fastweb un rating che implica uno *spread* pari a 200 punti base. Ciò ha dunque confermato i risultati di bilancio di Fastweb in base ai quali il costo del debito si è attestato intorno al 6%.

52. Tele2 Italia stima un costo del debito lordo in 5 punti percentuali che al netto dell'aliquota IRES si attesta intorno a 3,4%. Nel calcolo del WACC di Tele2, il costo del debito non ha comunque effetto poiché la propria struttura finanziaria è caratterizzata da una totale assenza di debiti anche sotto un profilo prospettico di lungo periodo.

53. Tiscali stima in 2 punti percentuali il premio sul debito da sommare al tasso privo di rischio pari a 3,85%. Tiscali non fornisce il metodo di stima né le fonti informative utilizzate per il calcolo dello *spread*. Tiscali inoltre calcola il tasso di remunerazione del debito pre tax, risultato pari a 6,22%.

6.2 Le valutazioni degli uffici

54. Il calcolo del costo del capitale di debito (Cd) misura il costo di acquisizione di mezzi finanziari di terzi. Tale costo può essere calcolato come somma del tasso privo di rischio (R_f) e da un tasso dovuto al rischio di insolvenza detto anche premio sul debito (P_d). La *duration* delle obbligazioni dovrebbe essere coerente con la *duration* del tasso privo di rischio (*risk free rate*) in quanto il periodo di riferimento deve essere determinato in relazione alla vita utile media degli investimenti effettuati nelle reti di telecomunicazioni.

55. Coerentemente con la *duration* del tasso privo di rischio e con la prassi internazionale, si ritiene dunque che il costo del debito debba essere riferito ad un periodo decennale.

56. Le obbligazioni di alcuni operatori sono trattate sui principali mercati regolamentati e pertanto i relativi tassi possono essere 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.

57. Il tasso di remunerazione del debito è influenzato da una serie di variabili tra le quali, più importanti, risultano la dimensione dell'impresa, la struttura finanziaria e i risultati di esercizio. Così, società di piccole dimensioni che presentano situazioni finanziarie o di mercato non consolidate devono essere disposte a remunerare maggiormente i creditori per acquisire i capitali di terzi necessari a finanziare i propri investimenti.

Conseguentemente, se da un lato i rendimenti effettivi delle obbligazioni individuano puntualmente il costo del debito di una società, dall'altro, un'alta remunerazione del debito potrebbe derivare da inefficienze della società come per esempio nel caso di un alto tasso di indebitamento in relazione al capitale complessivo proprio e di terzi.

58. Ad eccezione di BT Italia che ha adottato una specifica metodologia, gli operatori hanno proposto un premio sul debito che varia da 1% di Tele2 a 2% di Tiscali e Fastweb.

59. I quattro operatori presentano situazioni economiche e finanziarie differenti che hanno effetti significativi nella determinazione del tasso di remunerazione del capitale di terzi. In particolare BT Italia e Tele2 Italia sono parte di grandi gruppi societari che hanno la possibilità di reperire mezzi finanziari di terzi a condizioni economiche particolarmente vantaggiose se comparate a quelle di Tiscali e Fastweb. Differenze significative sono state inoltre rilevate nella struttura finanziaria adottata da ciascun operatore. Mentre Tiscali e BT Italia presentano un peso significativo dei debiti

rispetto al capitale complessivo, Fastweb presenta un *gearing* assolutamente in linea con quello di altri operatori di telecomunicazioni e Tele2 Italia addirittura una situazione debitoria nulla.

60. Al fine di utilizzare criteri omogenei per il calcolo del premio del debito, gli uffici hanno ritenuto opportuno ricorrere al metodo di assegnazione di un *rating* a ciascuno dei quattro operatori in funzione dei risultati economici e finanziari di ciascuno di essi. Ad ogni *rating* corrisponde uno *spread* su un tasso privo di rischio di un titolo con scadenza decennale. L'esercizio di identificazione del *rating* ha condotto a premi del debito differenziati per BT Italia, Fastweb, Tele2 Italia e Tiscali.

61. Il tasso di remunerazione del capitale di terzi degli operatori è sintetizzato nella seguente tabella.

	BT Italia	Fastweb	Tele2 Italia	Tiscali
Tasso privo di rischio	4%	4%	4%	4%
Premio sul debito	2,35%	2,2%	1,0%	1,75%
Costo del debito	6,35%	6,2%	5,0%	5,75%

7. LA STRUTTURA FINANZIARIA

7.1 Le memorie e le osservazioni degli operatori

62. BT Italia utilizza, nel calcolo del WACC, una struttura finanziaria obiettivo, stimata nella misura 0,33. BT non ha fornito informazioni di dettaglio in merito alla metodologia di calcolo della struttura finanziaria.

63. Fastweb ha stimato la struttura finanziaria in 0,13 come rapporto tra la posizione finanziaria netta e la capitalizzazione di mercato più la posizione finanziaria netta stessa $D/(D+E)$.

64. Tele2 Italia ha proposto una struttura finanziaria interamente basata sul capitale proprio in quanto presenta una situazione debitoria nulla.

65. Tiscali ha calcolato la struttura finanziaria in 0,58. Tiscali non ha fornito informazioni di dettaglio in merito alla metodologia utilizzata per calcolare il *gearing*.

7.2 La valutazione degli uffici

66. 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.

67. Gli uffici hanno analizzato la struttura finanziaria degli operatori sulla base dei debiti desumibili dal bilancio e dalla capitalizzazione di mercato laddove disponibile. Nelle altre circostanze sono state valutate strutture finanziarie derivanti dalla situazione patrimoniale degli operatori.

68. Gli uffici hanno calcolato il *gearing* di Fastweb e Tiscali dai dati di mercato e di bilancio delle due società e ha quindi confrontato i risultati con le principali fonti informative finanziarie internazionali. Sebbene Fastweb e Tiscali abbiano strutture finanziarie diverse, esse rientrano in quell'intervallo fisiologico all'interno del quale sono inclusi la maggior parte degli operatori di telecomunicazioni. BT Italia e Tele2 Italia presentano invece strutture finanziarie polarizzate verso estremi opposti di ricorso rispettivamente al capitale di terzi e al capitale proprio.

69. In ragione delle differenze tra operatori e per continuità metodologica con le delibere n. 3/06/CONS e 4/06/CONS, si è ricorso, per tutti gli operatori che fanno ricorso a capitali di terzi, a strutture finanziarie obiettivo che simulino per servizi regolamentati un impiego efficiente di risorse finanziarie proprie e di terzi, anche tenendo conto delle scelte adottate al riguardo dagli operatori in merito alla migliore combinazione delle fonti finanziarie stesse. A partire dalle strutture finanziarie effettive di ciascun operatore è stato possibile attribuire un *gearing* obiettivo a ogni operatore in modo tale da valutare efficientemente il tasso di remunerazione del capitale senza generare effetti negativi sulle principali variabili influenzate appunto dalla struttura finanziaria. Si è quindi utilizzato un *gearing* obiettivo medio-basso, per ciascun operatore, anche in relazione alle strutture finanziarie effettive adottate, analogo a quello impiegato nella delibera n. 3/06/CONS che prevedeva, quale struttura finanziaria efficiente, un intervallo compreso tra 0,1 e 0,3.

8. IL TASSO MEDIO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE IMPIEGATO

8.1 Le proposte degli operatori

70. Di seguito sono riportate in tabella le proposte di tasso di remunerazione del capitale di ciascun operatore.

	BT Italia	Fastweb	Tele2 Italia	Tiscali
Proposta degli operatori del tasso WACC	13,1%	16,23% – 22,52%	14%	11,86%

8.2 Le valutazioni degli uffici

71. Una volta determinati i parametri rilevanti relativi al CAPM e al costo del debito, gli uffici hanno 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 di ciascuno degli operatori.

Sulla base di quanto premesso e considerati gli intervalli ragionevoli di variazione, il tasso di remunerazione del capitale nominale ante imposte di ciascun operatore è riportato nella tabella seguente.

	BT Italia	Fastweb	Tele2 Italia	Tiscali
WACC	12,9%	13,4%	12,6%	12,9%