



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Il Presidente

Gentile Presidente,

rispondo con vivo interesse alla richiesta di parere sulle *Linee guida relative al "Monitoraggio delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti di partenariato pubblico privato"* (Vs. prot. 0053757 del 12/04/2017).

Solo per la massima chiarezza, segnalo che gli Uffici dell'Autorità hanno tenuto conto dell'indicazione della Commissione speciale del Consiglio di Stato, la quale, come Lei stesso rappresenta, ha esaminato in via consultiva la bozza delle *Linee guida* predisposte dall'ANAC (parere del 22 febbraio 2017, n. 775).

Il Consiglio di Stato ha reputato opportuno che tali contributi siano acquisiti prima dell'approvazione delle *Linee Guida* in esame, considerando tali apporti "*non come un momento una tantum, ma come parte di un processo di futura collaborazione istituzionale e tecnica su un tema comune*".

Le considerazioni del Consiglio di Stato sono altamente condivisibili. Lo sono soprattutto nel metodo, in quanto la collaborazione tra amministrazioni, sempre proficua, può arricchirsi ulteriormente delle vedute di soggetti istituzionali come le autorità indipendenti, che presidiano settori sensibili in modo neutrale e utilizzando tecniche di regolazione particolarmente complesse. Mi auguro, anzi, che questa possa essere una prima esperienza e occasione di confronto, cui possano seguire altre forme di collaborazione istituzionale.

Nel merito, si segnala innanzitutto che questa Autorità non ha esperienza diretta in materia di partenariato pubblico-privato. È difficile, infatti, rinvenire nelle competenze dell'AGCOM elementi sussumibili nella definizione di "contratto di partenariato pubblico privato", ovvero, secondo quanto specificato dall'art. 3, comma 1, lett. eee), del Codice degli appalti pubblici e delle concessioni, "*un contratto a titolo oneroso con il quale la stazione appaltante conferisce ad uno o più operatori economici per un periodo determinato in funzione della durata dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di*

Egr. Dott. Raffaele Cantone
Presidente Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC)
Via Marco Minghetti, 10
00187, Roma
Trasmisione via Pec a protocollo@pec.anticorruzione.it

finanziamento fissate, un complesso di attività consistenti nella realizzazione, trasformazione, manutenzione e gestione operativa di un'opera in cambio della sua disponibilità o del suo sfruttamento economico”.

Partendo dalla definizione, è possibile rinvenire - nel caso delle attività svolte dall'Autorità che ho l'onore di presiedere - elementi “di confine” con la fattispecie descritta, derivanti dalla natura di servizi di utilità pubblica e dall'organizzazione dei mercati (servizi a rete liberalizzati negli ultimi 20 anni e sottoposti a regolamentazione dei prezzi di lungo periodo, a fronte del potere di mercato dell'ex monopolista) di competenza dell'AGCOM.

In questo senso, gli Uffici hanno ricercato e individuato alcuni casi di rilievo che possono contenere informazioni potenzialmente utili, al fine di poter fornire una risposta collaborativa, nonostante, come anticipato, l'assenza di competenze dirette.

Sono stati raccolti elementi relativi alla fissazione di livelli tariffari, potenzialmente idonei a incidere in modo significativo sulla nozione di ‘rischio operativo sostanziale’ (che, come noto, contraddistingue tutte le forme di concessione di PPP). Si tratta di casi in cui il partenariato può operare in astratto, ma che forniscono alcuni elementi utili a valutare come il regolatore abbia inciso sulle condizioni dei servizi offerti dai privati (in termini di determinazione dei livelli tariffari) nei settori di propria competenza.

Nel dettaglio, gli ambiti esaminati, che troverà nel testo di seguito allegato, sono i seguenti: lo sviluppo delle reti a banda ultra-larga; l'analisi della domanda ai fini della determinazione delle tariffe di roaming secondo l'approccio del regolamento europeo; il controllo dei prezzi sugli operatori con significativo potere di mercato negli ambiti della terminazione e dell'accesso e, infine, la determinazione del tasso di redditività del capitale investito nel settore postale.

Nel restare a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento, colgo l'occasione per esprimere i miei più cordiali saluti.


Angelo Marcello Cardani



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Allegato

PARTENARIATO PUBBLICO PRIVATO

La predisposizione e l'applicazione di sistemi di monitoraggio per il controllo delle attività dell'operatore economico affidatario di un contratto di partenariato pubblico privato (PPP), criteri di attribuzione e verifica dei rischi trasferiti.

Valutazioni dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni (AGCOM) ai fini dell'adozione delle *Linee guida* dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC) ai sensi dell'art. 181, comma 4, del *Codice degli appalti pubblici e delle concessioni*.

INDICE

1. Il caso della banda ultra larga	1
1.1 I pareri sugli aiuti di Stato.....	1
1.2 I bandi Infratel.....	2
1.2.1 Modello a intervento diretto.....	4
1.2.2. Modello di investimento a incentivo.....	7
2. Rischio da domanda nella vigilanza sul Regolamento UE sul <i>roaming</i> internazionale.....	8
3. Il controllo dei prezzi sugli operatori con significativo potere di mercato (negli ambiti della terminazione e dell'accesso)	8
4. La determinazione del tasso di redditività del capitale investito nel settore postale.....	10

1. Il caso della banda ultra larga

1.1 I pareri sugli aiuti di Stato

L'intervento dell'Autorità in materia di sviluppo di reti a banda ultra-larga è previsto dalla normativa nazionale nell'ambito del Progetto Strategico Agenda Digitale



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Italiana¹, con riferimento alla determinazione del sistema tariffario per i servizi di accesso alla rete sussidiata. Il decreto-legge n. 98/2011 – in linea con gli Orientamenti comunitari in materia di aiuti di Stato per lo sviluppo rapido di reti a banda larga (di seguito anche Orientamenti europei 2013) – prevede che “[l]’Autorità per le garanzie nelle comunicazioni è competente alla definizione del sistema tariffario in modo da incentivare gli investimenti necessari alla realizzazione della predetta infrastruttura nazionale e da assicurare comunque una adeguata remunerazione dei capitali investiti”.

L’attività dell’Autorità è stata svolta attraverso il rilascio di singoli pareri alle stazioni appaltanti, aventi a oggetto la compatibilità delle misure di aiuto di Stato ai sensi dell’art. 107 del TFUE, con riferimento alle condizioni di accesso ed ai prezzi dei servizi sussidiati, come previsto dalla Decisione del 2012².

Ad esempio, in relazione alla costruzione di reti FTTH da parte di un soggetto pubblico che – allora per la prima volta – intendeva operare in *joint venture* con un operatore, l’Autorità, anche su richiesta della Commissione europea, ha presentato le proprie osservazioni in merito all’applicabilità al progetto del principio dell’investitore privato in un’economia di mercato. L’Autorità, nel merito, ha affermato alcuni principi circa la metodologia di calcolo del costo opportunità del capitale per un investitore privato, considerando la rischiosità del progetto, la redditività delle aree interessate, la possibilità di eventuali progetti futuri.

1.2 I bandi Infratel

Il Governo ha approvato, il 3 marzo 2015, la “*Strategia italiana per la banda ultralarga*” (di seguito anche la “*Strategia*”), con la quale sono stati definiti gli obiettivi e i modelli di intervento pubblico da implementare al fine di raggiungere gli obiettivi fissati dall’Agenda digitale europea. A *Infratel*, quindi, è stato affidato il ruolo di soggetto attuatore. In estrema sintesi, la *Strategia* ha previsto la suddivisione del territorio in 4 tipologie di *cluster* (A, B, C e D) e individuato alcuni modelli di intervento³.

¹ Il “Progetto Strategico Agenda Digitale Italiana: implementare le infrastrutture di rete. Caratteristiche e modalità attuative” è un’iniziativa del Dipartimento delle Comunicazioni del Ministero dello Sviluppo Economico volta a veicolare a livello nazionale l’intervento pubblico verso lo sviluppo di servizi a banda ultra larga, per il raggiungimento degli obiettivi dell’Agenda Digitale europea 2020.

² Decisione del 18 dicembre 2012 C (2012) 9833, Aiuto di Stato SA.34199 (2012/N) – Italia Piano digitale – Banda ultra larga.

³ Il *cluster* A è quello con il migliore rapporto costi-benefici, dove è più probabile l’interesse degli operatori privati a investire; il B è formato dalle aree in cui gli operatori hanno realizzato o realizzeranno reti con



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Questi modelli sono i seguenti:

- **modello I – Intervento diretto**: l'infrastruttura è realizzata con fondi pubblici e data in concessione ad un privato. Le modalità di fornitura dell'accesso ai vari segmenti di rete e il relativo livello di prezzi sono regolamentati da AGCOM prima del bando di gara (p. 56 della Strategia);
- **modello II – Partnership pubblico-privata**: è un accordo di partenariato tra pubblico e privati che co-investono per la realizzazione delle infrastrutture di accesso. AGCOM regola le condizioni di offerta *wholesale* (p. 57 della Strategia);
- **modello III – Intervento a incentivo**: prevede un contributo pubblico (fino al 70% del costo di realizzazione della rete) assegnato con bando a un operatore che realizzerà e gestirà l'infrastruttura e ne manterrà la proprietà. AGCOM regola le condizioni di accesso *wholesale* prima del bando di gara (p. 58 della Strategia);
- **modello IV – Intervento ad aggregazione della domanda**: può essere sviluppato utilizzando parti dei tre modelli precedenti aggregando la domanda di connettività a 100 Mbps all'interno di sotto-aree circoscritte (p. 59 della Strategia).

In tale quadro, l'AGCOM ha predisposto *Linee guida* per regolare le condizioni di accesso *wholesale* alle reti a banda ultra larga destinatarie di contributi pubblici, adottando la delibera n. 120/16/CONS. La delibera trova fondamento negli *Orientamenti* europei 2013, dai quali emerge chiaramente che gli obiettivi che il regolatore nazionale deve perseguire sono quelli del pieno accesso alla rete da parte di tutti gli operatori interessati, a prezzi che riflettano la presenza dell'intervento pubblico, nonché la garanzia dei

collegamenti ad almeno 30 Mbps, ma le condizioni di mercato non sono sufficienti a garantire ritorni accettabili a condizioni di solo mercato per investire in reti a 100 Mbps; nei *cluster* C e D sono incluse le aree bianche BUL ossia aree tipicamente a fallimento di mercato per le quali solo l'intervento pubblico può garantire alla popolazione residente un servizio di connettività a più di 30 Mbps. Come chiarito dalla delibera CIPE n. 65/2015, e sempre con riferimento alle infrastrutture BUL, il cluster A coincide con le aree nere, quello B con le grigie, mentre C e D rappresentano le aree bianche, con la differenza che, nel *cluster* C si vuole realizzare un'infrastruttura a più di 100 Mbps mentre nel *cluster* D si vuole realizzare un'infrastruttura a più di 30Mbps (cfr. *Addendum* alla consultazione pubblica ai sensi dei paragrafi 64 e 78 degli *Orientamenti*).



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

principi di non discriminazione e di parità di trattamento nel caso di operatori verticalmente integrati (punti 78, *lett. g) - h)*, e 80, *lett. b)*.

Le *Linee guida* si applicano a tutte le tipologie di servizi di accesso *wholesale* forniti sia mediante infrastrutture di rete passive che attive, indipendentemente dalla tecnologia sottostante, con la previsione di condizioni di accesso differenziate al variare del modello di finanziamento adottato dalla stazione appaltante. Per quanto concerne i modelli di finanziamento in PPP, si è ritenuto opportuno, data la natura diversificata e non prevedibile degli interventi, procedere con il rilascio di un parere per ogni singolo progetto di investimento.

L'Autorità ha ritenuto di dover prevedere due discipline differenti nel caso del modello ad incentivo (caratterizzato da un investimento privato di almeno il 30%) ed in quello ad intervento diretto (100% di investimento pubblico). Queste differenti variabili devono essere tenute in considerazione nella fissazione del prezzo dell'accesso alla rete.

Dunque, sono state distinte le seguenti ipotesi, che saranno analizzate, in dettaglio, di seguito:

- laddove il finanziamento pubblico sostiene l'investimento di un soggetto privato al fine di renderlo remunerativo, il privato è tenuto direttamente al finanziamento dell'infrastruttura (almeno per il 30%) - che resta di proprietà privata – e in aggiunta ne sostiene i costi di gestione;
- laddove l'investimento è totalmente pubblico, la rete realizzata è di proprietà pubblica e la sua gestione viene affidata tramite concessione ad un soggetto privato, che resta gravato dei soli costi di gestione dell'infrastruttura.

1.2.1 Modello a intervento diretto

Nel caso delle reti sussidiate (intervento diretto dello Stato), occorre tenere in considerazione aspetti ulteriori rispetto a quelli tipicamente rilevanti per la “regolazione tradizionale” – ossia la regolazione che interviene nel caso di operatori dotati di infrastrutture proprie e che dispongono di significativo potere di mercato (SMP), in mercati competitivi), tra cui in particolare la presenza di investimenti pubblici e la conseguente necessità che di tali finanziamenti benefici non solo il destinatario diretto,



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

bensì anche il resto degli operatori (cd. beneficiari indiretti). D'altro canto, la stessa Commissione nella Decisione identifica come beneficiari indiretti della misura gli operatori che utilizzeranno la rete per offrire servizi finali (cfr. punto 30 e 85).

Qualora il modello prescelto sia l'intervento diretto con finanziamento pubblico integrale, l'Autorità ha definito la metodologia per l'individuazione dei prezzi massimi per i servizi di accesso, individuando una formula tariffaria – e non un sistema rigido di prezzi – di semplice applicazione da parte della stazione appaltante.

Tale scelta risponde alla duplice esigenza di definire uno strumento sufficientemente flessibile, che sia utilizzabile per diverse situazioni di gara (si tratta infatti di linee guida generali, applicabili da ogni pubblica amministrazione che voglia realizzare infrastrutture a banda ultra larga con il metodo di finanziamento diretto), anche da parte di stazioni appaltanti prive di competenze specifiche in materia di sistemi tariffari.

Data la semplicità della formula tariffaria individuata nelle *Linee guida* – tra i cui principali *driver* vi sono anche assunzioni sullo sviluppo della domanda – anche l'attività di verifica svolta dall'Autorità in sede di parere ai bandi è risultata particolarmente agevole, trattandosi sostanzialmente di un mero computo algebrico.

Nel modello ad intervento diretto, il totale finanziamento pubblico dell'infrastruttura porta a considerare che il prezzo previsto da Telecom nella propria offerta di riferimento sia un prezzo eccessivo, in quanto in grado di remunerare non solo i costi di gestione ma anche quelli di investimento (che il concessionario non sostiene mentre li sostiene l'operatore SMP) e non in grado di condividere con i terzi il beneficio del finanziamento pubblico (in quanto gli operatori terzi si troverebbero a sostenere oneri legati a costi non reali quando potrebbero invece beneficiare di prezzi all'ingrosso più bassi in grado di tradursi in prezzi al dettaglio più bassi a vantaggio di tutti gli utenti e dello sviluppo dell'adesione ai servizi a banda ultra-larga). D'altro canto, il prezzo dell'offerta di riferimento è determinato con riferimento ad una rete privata e a un mercato "competitivo", e non in relazione a una rete di proprietà pubblica realizzata in aree a fallimento di mercato dove, infatti, gli operatori non investono e non hanno, per il prossimo futuro, piani di intervento.

Sebbene, infatti, l'eventuale eccessiva compensazione dei costi del beneficiario diretto possa essere annullata mediante i meccanismi di *claw back*, gli operatori terzi che accedono all'infrastruttura finanziata si troverebbero a sostenere un prezzo per l'accesso eccessivo in considerazione delle peculiari caratteristiche delle aree cui questo



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

intervento si rivolge (ossia, lo si ribadisce, aree non remunerative dove i privati non avrebbero investito). Tale circostanza rischierebbe di disincentivare l'ingresso a valle dei soggetti privati, vanificando l'obiettivo di mantenere un assetto competitivo nei relativi mercati (*wholesale* e *retail*), ponendosi in sostanziale contrasto con gli Orientamenti europei 2013, che mettono in guardia gli Stati dal rischio che il finanziamento pubblico determini una novella monopolizzazione delle aree oggetto di intervento e chiedono che in sede di elaborazione della misura siano adottate tutti gli accorgimenti necessari a scongiurare tale rischio.

L'applicazione di prezzi inferiori all'offerta di riferimento fa sì che la misura di aiuto pubblico vada a beneficio non solo del destinatario diretto (il concessionario), bensì anche – grazie alla fissazione di prezzi più bassi - degli altri operatori e quindi, in definitiva, della concorrenza e dei consumatori.

Il prezzo applicabile ai servizi ritenuti maggiormente di impatto per l'utilizzo dell'infrastruttura finanziata va dunque calcolato applicando la metodologia fissata da AGCOM che consente il recupero degli oneri gestionali stimati, dell'onere concessorio definito dalla stazione appaltante e dei tributi. Per gli altri servizi ritenuti meno sensibili sul piano competitivo oppure a bassa intensità di capitali investiti il prezzo massimo applicabile è quello dell'offerta di riferimento SMP.

Il parametro $x\%$ consente di incrementare il prezzo utile per la remunerazione dei costi propri del concessionario di un'entità sufficiente a coprire l'onere concessorio spettante alla stazione appaltante. Esso varia da un minimo di zero, corrispondente ad un prezzo pari ai soli costi gestionali, ad un massimo di 100%, che rende il prezzo finale pari al corrispondente prezzo dell'offerta di riferimento.

La competenza alla fissazione dell'onere concessorio è della Stazione appaltante che tiene conto della tipologia di infrastruttura da dare in gestione e delle specificità in termini territoriali dell'intervento. Esso pertanto può mutare per ciascun bando di gara e non è conoscibile *ex ante* dall'Autorità. Il valore della $x\%$, dunque, non può che essere inserito direttamente dalla Stazione appaltante nella formula del prezzo massimo fissata da Agcom. La realizzazione del calcolo da parte della stazione appaltante rappresenta, dunque, un tecnicismo necessario e non una delega regolamentare. A riprova di ciò si considerino, ad esempio, i numerosi scambi di informazioni tra AGCOM ed *Infratel*, che hanno preceduto la definizione dei prezzi massimi pubblicati nel bando impugnato sulla base dei dati fornito da Agcom stessa.



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

1.2.2. Modello di investimento a incentivo

Con riguardo alla definizione dei prezzi dei servizi di accesso all'ingrosso alle reti in fibra ottica realizzate con modello di investimento ad incentivo, l'Autorità ha adottato come riferimento di prezzo massimo nazionale quello dell'*Offerta di Riferimento* dell'operatore SMP (cd. prezzi OR)⁴. Tuttavia, per limitare il rischio di errore nella stima dei costi (e, quindi, di extra finanziamenti a vantaggio del beneficiario), è stato introdotto un controllo *ex-post* (c.d. clausola di *claw back*) dei costi mediante la previsione della loro verifica e certificazione da parte di un organismo indipendente dal beneficiario (in due fasi, per rettificare eventuali sovrastime di costi fatte in fase di *business plan*).

La previsione in capo all'operatore beneficiario di un obbligo di rendicontazione contabile dei costi di progetto ha il vantaggio, da un lato, di rendere agevole per la stazione appaltante che concede l'aiuto il controllo dell'attuazione del programma e gli eventuali extraprofitto generati ai fini della applicazione del *claw back* e, dall'altro, di consentire all'Autorità le attività di verifica di competenza⁵.

Tale soluzione, infatti, consente di riportare i costi di produzione a un livello pari a quelli sostenuti nelle aree competitive (alla base dei prezzi OR), minimizzando il livello di cofinanziamento pubblico necessario. Nel caso in cui il finanziamento dovesse portare i costi al di sotto del livello competitivo, questo verrà restituito in sede di *claw back* (prima fase) per essere reinvestito in altre aree.

⁴ In Italia, gli obblighi in capo all'operatore SMP, che regolano gli aspetti economici e tecnici della fornitura dei servizi di accesso alla rete in fibra ottica, prevedono che i prezzi dei servizi di accesso alle infrastrutture attive e passive in fibra ottica siano orientati al costo e fissati sulla base di una metodologia *Long Run Incremental Cost* (LRIC) di tipo *bottom up*.

⁵ Più in dettaglio, nei pareri chiesti all'Autorità, con riguardo a quanto previsto dalle *Linee guida*, si è provveduto a definire: a) l'intero set di SLA e penali previste per servizi equivalenti; b) opportuni KPI e relativi KPO, per misurare l'effettiva qualità del servizio mediamente offerto, anche al fine di determinare la soglia oltre la quale comminare al Concessionario eventuali penali aggiuntive; c) il livello di *pricing* per determinati servizi ritenuti particolarmente critici per uno sviluppo competitivo dell'area; d) la possibilità di adottare, in relazione alla modalità di cessione delle infrastrutture passive in IRU, contratti con periodicità inferiori a 20 anni (a 3, 5, 10 anni, etc.); e) il tasso di rendimento del progetto del concessionario anche ai fini della applicazione della clausola di *clawback*.



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

2. Rischio da domanda nella vigilanza sul Regolamento UE sul *roaming* internazionale⁶

L'Autorità vigila sulla fornitura dei servizi di *roaming* e l'applicazione degli obblighi di trasparenza e di regolamentazione del prezzo previsti dai Regolamenti (UE) 531/2012 come modificato dal Regolamento (UE) 2015/2120 e dal Regolamento attuativo (UE) 2016/2286. In particolare, con le modifiche da ultimo apportate, è chiamata altresì a verificare la sussistenza dei criteri per la concessione deroghe tariffarie rispetto all'uso del modello c.d. *Roaming Like At Home*, assicurando comunque il mantenimento delle condizioni di trasparenza⁷.

Anche in questo caso, pur non ravvisandosi una esperienza diretta dell'Autorità in materia di attività non riguarda il PPP, può osservarsi che l'analisi delle eventuali richieste di deroga al Regolamento da parte degli operatori sono incentrate sul rischio da domanda e possono fornire elementi comparativi, qualora detto rischio venisse invocato nell'ambito di progetti di partenariato. In particolare, al fine di calcolare il volume di traffico nel corso dell'anno, il fornitore di *roaming* deve indicare le relative previsioni, che devono basarsi su dati reali.

3. Il controllo dei prezzi sugli operatori con significativo potere di mercato (negli ambiti della terminazione e dell'accesso)

Altre indicazioni utili si rinvengono nell'esperienza maturata dall'Autorità in tema di obbligo di controllo dei prezzi imposto agli operatori identificati con significativo potere nei mercati della terminazione e dell'accesso, ove, ai fini della determinazione *ex ante* della tariffa, l'Autorità tiene in conto anche la componente di rischio a carico dell'operatore.

Segnatamente, l'Autorità include una componente tariffaria intesa a remunerare il costo – opportunità dell'impresa per gli investimenti di natura capitale. Tale

⁶ Regolamento di esecuzione (UE) 2016/2286 Della Commissione del 15 dicembre 2016 che stabilisce norme dettagliate concernenti l'applicazione della politica di utilizzo corretto, la metodologia per valutare la sostenibilità dell'abolizione dei sovrapprezzi del *roaming* al dettaglio e la domanda che i fornitori di *roaming* devono presentare ai fini di tale valutazione.

⁷ Che prevede l'applicazione della tariffa nazionale per il traffico voce/SMS/dati generato in uno qualsiasi dei Paesi membri dell'Unione europea a partire dal 15 giugno 2017.



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

componente è determinata dall'Autorità in base al valore del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)⁸.

La determinazione di tale tasso si basa sulla stima di due componenti legate ai costi dell'impresa per finanziare il capitale investito: i) costi sostenuti per ottenere fonti di finanziamento a debito (obbligazioni); ii) costi sostenuti per remunerare gli azionisti di borsa dell'Impresa (*equity*).

La metodologia impiegata per la determinazione del costo del capitale proprio è quella nota in letteratura come *Capital Asset Pricing Model* (di seguito solo CAPM) e tiene conto sia della remunerazione degli investitori che degli oneri fiscali⁹.

È utile evidenziare come, nell'ambito della metodologia CAPM, la stima della componente C_e (costo del capitale proprio) tenga conto anche della componente di rischio, dipendendo essa dai seguenti parametri principali:

- I. Il tasso di remunerazione delle attività prive di rischio (*Risk Free Rate*) stimato attraverso l'impiego del rendimento dei BTP a 10 anni;
- II. Il "Beta" (anche detto *equity beta*) che rappresenta il rischio sistematico di un determinato titolo azionario; esso, in altri termini, indica quanto

⁸ Semplificando, il WACC rappresenta il tasso di remunerazione del capitale investito dall'impresa soggetta a regolazione *ex ante*. Dall'aumento o dalla riduzione di tale tasso discende l'aumento o la riduzione delle tariffe dei servizi i cui prezzi sono orientati ai costi. Stando alle ultime decisioni dell'Autorità, la delibera n. 623/15/CONS quantifica il WACC nominale *pre-tax* nella misura dell'8,77% per il periodo regolatorio 2014-2017. Inoltre, per l'unico mercato regolamentato di rete mobile, la delibera 497/15/CONS, quantifica il Wacc nominale *pre-tax* nella misura del 10,25% per il periodo regolatorio 2014-2017.

⁹ Il calcolo è svolto nella seguente formula:

$$\text{pre-tax WACC} = (1-g) \frac{C_e}{(1-T)} + g \frac{C_d(1-t_d)}{(1-T)}$$

Le singole componenti sono così definite:

- C_e rappresenta la componente relativa al costo del capitale proprio;
- C_d rappresenta il costo che un'impresa sostiene per finanziare le proprie attività ricorrendo al capitale di terzi (prestiti obbligazionari, debiti bancari, ecc.);
- t_d rappresenta l'aliquota dell'imposta per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari (deducibilità di questi ultimi dal reddito disponibile);
- T rappresenta l'aliquota teorica complessiva di incidenza delle imposte (sia quelle che prevedono la deducibilità degli oneri finanziari che quelle che non prevedono tale deducibilità) sul risultato d'esercizio ante imposte;
- g rappresenta la quota che stabilisce l'incidenza di capitale di terzi rispetto alle fonti di finanziamento ($\text{Debito}/(\text{Equity}+\text{Debito})$).



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

- varia il rendimento di un titolo (ad esempio il titolo Telecom Italia S.p.A.) rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato;
- III. L'*Equity Risk Premium* (rischio di mercato) che rappresenta il rendimento addizionale, rispetto al rendimento di un'attività priva di rischio, richiesto dagli investitori come compenso per il rischio derivante dall'investimento nel mercato azionario.

Da ultimo, con particolare riferimento alle nuove reti in fibra ottica (*Next Generation Access Networks*, NGAN o NGN), si fa presente che nella valorizzazione del WACC è incluso un ulteriore elemento, un premio per il maggior rischio legato all'investimento in infrastrutture innovative per le quali si registrano maggiori margini di incertezza in merito al ritorno degli investimenti. Si tratta delle cosiddette reti FTTC (*Fiber to the Cabinet* - reti di accesso ibrida in fibra ottica sino ai cabinet stradali ed in rame sino agli utenti finali) e FTTH (*Fiber to the Home*-reti di accesso in fibra ottica sino agli utenti finali).

4. La determinazione del tasso di redditività del capitale investito nel settore postale

Analogamente a quanto accade nel settore delle comunicazioni elettroniche, l'Autorità tiene conto della componente di rischio a carico dell'operatore anche nel settore postale.

In particolare, nel procedimento relativo alla determinazione del costo netto del servizio universale postale di Poste Italiane S.p.A. (PI), attualmente in fase di approvazione¹⁰, l'Autorità ha condiviso la proposta di PI di calcolare la remunerazione sul capitale impiegato attraverso la metodologia del costo medio ponderato del capitale (WACC), in quanto si tratta di un indicatore in grado di riflettere adeguatamente la remunerazione attesa dagli azionisti nel medio/lungo periodo, ossia in un lasso di tempo che consideri la durata dell'obbligo del servizio universale. Si tratta, peraltro, della metodologia comunemente utilizzata per il calcolo del costo del capitale

¹⁰ Il documento è stato sottoposto a consultazione pubblica con la delibera n. 166/16/CONS, recante "Consultazione pubblica concernente il servizio postale universale: analisi e applicabilità del meccanismo di ripartizione e valutazione dell'eventuale costo netto per gli anni 2013 e 2014".



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

riconosciuta dalla comunità finanziaria, dall'industria e dalla maggior parte dei regolatori¹¹.

Come illustrato nel paragrafo precedente, il WACC è la media ponderata del costo delle fonti di finanziamento di un'impresa, cioè del costo del capitale proprio (C_e) e del costo del capitale di debito (C_d). Anche per il settore postale, l'Autorità ha calcolato il costo medio ponderato del capitale prima dell'imposizione fiscale (*pre-tax* WACC), cioè il rendimento sul capitale investito sufficiente a remunerare i finanziatori e a far fronte agli obblighi tributari.

I pesi della formula del WACC sono costituiti dall'incidenza delle singole fonti di finanziamento sul capitale totale investito nell'impresa, cioè dal rapporto d'indebitamento (*gearing ratio*) e dall'incidenza del capitale proprio sul capitale totale. La struttura finanziaria dell'impresa incide significativamente sul calcolo del costo del capitale. L'Autorità ha utilizzato un *gearing ratio* pari al 13,57% per l'anno 2013, e pari al 12,59% per il 2014.

Per il calcolo del costo del capitale proprio, è necessario conoscere il rendimento del suo titolo azionario. Dal momento che PI negli anni oggetto del procedimento (2013 e 2014) non era quotata in borsa, l'Autorità si è avvalsa, come del resto già avvenuto in altri contesti¹², di un approccio basato sui *comparables*. Pertanto, l'Autorità ha selezionato un gruppo di imprese quotate in borsa, che operano nel settore postale, in modo da utilizzare i loro dati di mercato e/o contabili laddove quelli di Poste Italiane non siano disponibili. I *comparables* presi in esame ai fini del calcolo del WACC sono: *BPost* (Belgio), *Deutsche Post* (Germania), *PostNL* (Olanda), *Österreichische Post* (Austria), *UKMail* (Regno Unito).

Il capitale proprio (CE) è comunemente stimato utilizzando la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che ipotizza l'esistenza di una relazione lineare tra il rendimento atteso di un titolo e il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium*, ERP). Quest'ultimo non è altro che la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio. In altri termini, il CAPM quantifica la maggiore o minore rischiosità dell'investimento in una società quotata, rispetto alla rischiosità del mercato azionario nel suo complesso¹³. Per stimare il costo del capitale

¹¹ A tal riguardo, si veda il documento dell'ERG "*PIBS on WACC*" (07) 05, disponibile sul sito del BEREC (in cui è "confluito" l'ERG).

¹² Cfr. delibera n. 621/11/CONS.

¹³ In termini formali, il CAPM è espresso dalla seguente relazione:

$$r_i = r_f + \beta_i ERP$$



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

proprio con il CAPM, è necessario stimare il tasso di un'attività priva di rischio (r_f), il beta (β_i) e il premio per il rischio (ERP).

Il tasso risk-free

Un'attività priva di rischio è un'attività caratterizzata da un rendimento certo con variabilità nulla (assenza di volatilità nei rendimenti). Non essendo di fatto possibile trovare un'attività che sia realmente scevra da qualsiasi tipo di rischio, gli analisti finanziari utilizzano come *proxy* del *risk-free rate* il rendimento dei titoli di Stato emessi dai governi di paesi economicamente stabili. L'Autorità, al fine di minimizzare eventuali fluttuazioni di breve termine dei tassi, ha ritenuto opportuno utilizzare come rendimento di un'attività priva di rischio la media aritmetica dei tassi sui BTP a dieci anni su un orizzonte temporale di cinque anni. Il valore è risultato pari a 4,72%, per il 2013 e 4,44% per il 2014.

Il beta

Il *beta* rappresenta il rischio sistematico di un determinato titolo azionario, cioè la misura del rendimento del titolo rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato¹⁴. Di conseguenza, ai fini del calcolo del *beta* è necessario conoscere la serie storica del rendimento dell'indice di mercato e la serie storica del rendimento del titolo azionario dell'impresa di cui si vuole stimare il *beta*. Mentre la serie storica dell'indice di mercato è quasi sempre disponibile, la serie storica del rendimento del titolo azionario è presente solo per le società per azioni quotate in mercati regolamentati. Dal momento che PI non era quotata in borsa negli anni 2013 e 2014, l'Autorità ha calcolato il *beta* come media dei β dei *comparables*, pari a 0,6784 per il 2013 e 0,7336 per il 2014.

dove:

r_i = rendimento atteso dell'attività i

r_f = rendimento di un'attività priva di rischio;

β_i = sensitività del rendimento atteso del titolo (in questo caso il titolo dell'impresa rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato);

$ERP = r_m - r_f$ rappresenta il premio per il rischio, ossia la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio.

¹⁴ In base al CAPM il coefficiente di rischio sistematico beta si ottiene come stima del coefficiente di una regressione lineare in cui la variabile indipendente è il rendimento dell'indice di mercato e la variabile dipendente è il rendimento del titolo esaminato. In altri termini, il beta è il rapporto tra la covarianza tra il rendimento del titolo ed il rendimento di mercato e la varianza del rendimento di mercato.



Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni

Il premio per il rischio

Il premio per il rischio (ERP) rappresenta il rendimento addizionale, rispetto al rendimento di un'attività priva di rischio, richiesto dagli investitori come compenso per il rischio derivante dall'investimento nel mercato azionario e si ottiene come differenza tra il rendimento atteso di un portafoglio di mercato diversificato e il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio (*risk-free rate*). Si tratta di un dato non direttamente osservabile, la cui stima può avvenire utilizzando diverse metodologie. Nella prassi, si ricorre spesso a un'analisi dei rendimenti storici al fine di stimare il valore dell'ERP prospettico. L'Autorità ha calcolato l'ERP come media geometrica dei rendimenti annuali, che sono risultati pari a 3,4% per il 2013 e pari a 3,1% per il 2014¹⁵. Utilizzando la formula del CAPM, l'Autorità ha stimato che il costo del capitale proprio da utilizzare per il calcolo del WACC è pari al 7,03% per il 2013 e al 6,71% per il 2014.

Il Costo del capitale di debito

Il costo del capitale di debito è il costo che un'impresa sostiene per finanziare le proprie attività ricorrendo al capitale di terzi (prestiti obbligazionari, debiti bancari, ecc.). L'Autorità ha stimato il costo del debito di PI sommando al *risk-free rate* il premio per il debito. Quest'ultimo è pari a 1,2%; pertanto, il costo del debito di PI, per il 2013, è pari al 5,92%, mentre per il 2014 risulta del 5,64%.

Sulla base delle valutazioni summenzionate, l'Autorità ha quantificato il WACC di Poste Italiane in 6,66% per il 2013 e 6,38% per il 2014.

¹⁵ Si v. E. DIMSON, P. MARSH, M. STAUNTON, "Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns", 2001, che stimano l'ERP per sedici paesi tra cui l'Italia, utilizzando una serie storica di 100 anni (dal 1900 al 2001). Successivamente, DIMSON et al. (2007) hanno stimato l'ERP di diversi paesi utilizzando una serie storica di 108 anni.