

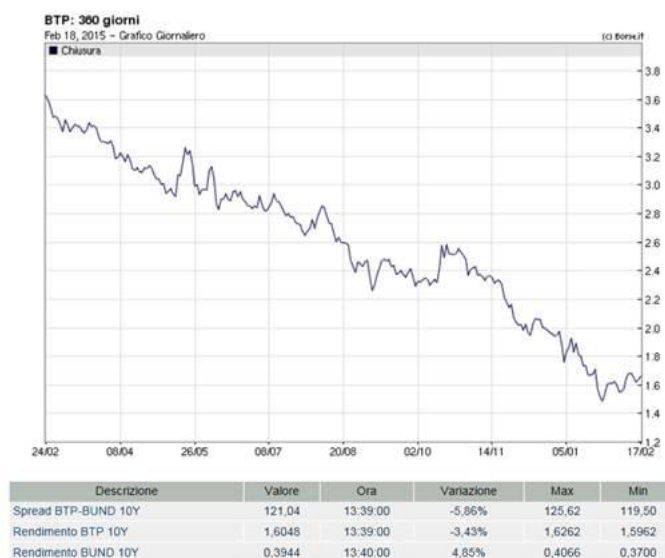
ALLEGATO 3 Posizione di AIIP sul WACC

Risk-Free Rate

Agcom nel presente schema di provvedimento propone di mantenere per il calcolo del Risk-Free Rate (RFR) l'approccio approvato nella del. 747/13/CONS (che prevede la media del rendimento giornaliero lordo dei BTP decennali italiani sull'arco temporale di 5 anni) aggiornando il periodo di riferimento dal 1 aprile 2009 al 31 marzo 2014. Il valore che ne deriva è pari al 4,64%.

In considerazione della disponibilità di dati aggiornati e della tempistica prevista per la consultazione, si ritiene più corretto l'utilizzo di dati più aggiornati: si propone quantomeno il periodo dal 1 gennaio 2009 al 31 dicembre 2014. Tale aggiornamento di periodo di riferimento porterebbe ad un valore del RFR pari a 4,35%.

A questo proposito la scrivente ritiene che limitare l'osservazione a marzo 2014 non abbia alcuna giustificazione, anche in considerazione del fatto che nel periodo successivo si è consolidata una tendenza già in atto di significativa riduzione. Basti pensare che il valore di RFR è passato da 3,35% ad aprile 2014 a 1,66% a febbraio 2015 e che la media nel periodo gennaio 2014-dicembre 2014 è stata pari al 2,89%. La figura sottostante riporta l'andamento del tasso RFR nel corso del 2014 che mostra in modo molto chiaro il trend di tale valore.



Fonte: <http://www.borse.it/spread/rendimento/BTP/360/giorni>

La scrivente ritiene che tale andamento di forte decrescita del tasso RFR non possa essere non considerato nella stima del valore al 2017.

Ciò è ulteriormente confermato dalla circostanza che il valore del rendimento dei titoli BTP per i prossimi anni è previsto a livelli inferiori al 2%. A conferma di ciò si riportano nella tabella sottostante i dati di Bloomberg con previsione per i prossimi tre anni (che corrisponde al periodo oggetto di regolamentazione) che prevedono il mantenimento dei valori di RFR ai livelli riscontrati nel 2014, anche alla luce della decisione della BCE del febbraio 2015 relativa

all'acquisto di Titoli di Stato. Tale decisione comporta un'aspettativa sui rendimenti attesi futuri al ribasso e che quindi rende del tutto improbabile un rialzo dei medesimi nei prossimi tre anni.

Maturity	Spot @	Forwards						
		03/02/2015	3 - mesi	6 - mesi	2016	2017	2018	2019
1yr BOT	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	2.2%
2yr BOT	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.7%	2.4%
5yr BTP	0.8%	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%
10yr BTP	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%

Fonte: Dati Bloomberg scaricati il 03/02/2015 alle 20:20

Da tale tabella emerge chiaramente come:

- I rendimenti attesi del BTP a 10 anni italiano sono molto bassi e pari al massimo a 2,1% (anno 2017) nel periodo di analisi del presente schema di provvedimento;
- La previsione del tasso RFR al 2030 (3,4%) presenta valori notevolmente più bassi rispetto a quelli proposti da Agcom per il 2017 (4.64%);
- Le previsioni nei prossimi giorni potranno ulteriormente ridursi in quando includeranno gli effetti del Quantitative Easing (QE) annunciato dalla BCE il 22 gennaio 2015. Il QE prevede acquisti mensili della BCE di Titoli di Stato europei fino a tutto il 2016 (per l'Italia si prevedono acquisti per 125 miliardi cumulati); tale circostanza avrà l'effetto di ridurre ulteriormente il tasso RFR;
- Evidenze empiriche della Bank Of England in UK^[1] e della Federal Reserve negli Stati Uniti^[2] dove il QE è stato già fatto dal 2009, dicono che l'effetto sui rendimenti dei Titoli di Stato è una riduzione compresa tra 0,3% e 1%;

Costo del Capitale di Debito

Agcom propone di stimare tale parametro in continuità con la del. 747/13/CONS che calcola il costo del debito come media del valore facciale delle obbligazioni a tasso fisso emesse da Telecom Italia e ancora in circolazione nel corso dell'ultimo anno. In accordo a tale approccio Agcom propone, per il periodo regolamentare 2014-2017, un costo del debito di Telecom Italia pari al 5,74%.

[1] Fonte: Joyce M., Lasaosa A., Stevens I., Tong M. (2010) "The financial market impact of quantitative easing", Bank of England, Working Paper No. 393

[2] Fonte: Gagnon, J, Raskin, M, Remache, J and Sack, B (2010) "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?", Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No, 441.

La scrivente non condivide tale approccio in quanto la metodologia proposta da Agcom sovrastima sostanzialmente il costo del debito di Telecom Italia (già sovrastimato anche nel 2013 laddove si è proposto un valore di 5,89% superiore al costo reale del debito di Telecom Italia pari al 5,4%). A questo proposito si tenga conto che dai dati ufficiali di Telecom Italia risulta che la struttura del debito della società è composta al 71% da obbligazioni: il costo stimato da Agcom, quindi, è rappresentativo soltanto di una parte del debito di Telecom Italia.

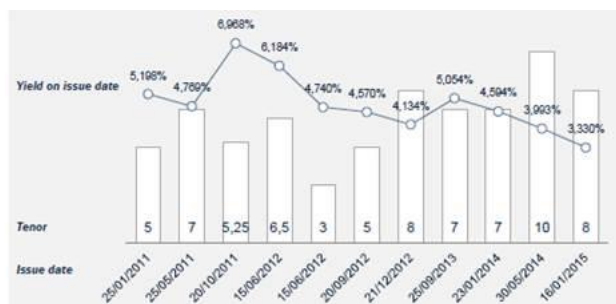
Inoltre il costo del debito da considerare ai fini del calcolo del WACC dovrebbe essere quello di un operatore efficiente: volendo utilizzare come parametro il costo del debito di Telecom Italia, esso dovrebbe essere debitamente efficientato.

Si ritiene che sia del tutto ragionevole che nel periodo 2014-2017 il costo del debito di Telecom Italia tenda a scendere ulteriormente anche alla luce delle mutate condizioni dei mercati finanziari.

La stessa Telecom Italia ha annunciato in data 13 gennaio 2015^[3] una significativa riduzione del costo di indebitamento tramite la collocazione di bond a 8 anni per un miliardo di euro al rendimento del 3,3%, il più basso di sempre per Telecom Italia.

La stessa Telecom Italia ha inoltre dichiarato che nei prossimi due anni andranno a scadenza per la società circa 6 miliardi di euro cumulati di debito, di cui circa 3,8 miliardi di bond per cui se si confermassero le attuali condizioni di mercato, solo da relativamente a questa scadenza Telecom Italia potrebbe ricavare ulteriori significativi risparmi e riduzioni del costo di indebitamento.

Tali considerazioni sono confermate dalla stessa Telecom Italia che nella presentazione agli analisti finanziari del 20 febbraio 2015 ha dato atto del trend di riduzione del costo del debito nel 2014 e 2015 nonché delle previsioni dello stesso al 2017.



Telecom Italia - FY 2014 Preliminary Results & 2015-2017 Plan Outline.

Si ritiene pertanto che alla luce dell'attuale trend di riduzione del costo del debito di Telecom Italia, il valore da considerare nel triennio 2014-2017 debba essere non solo non superiore all'attuale costo del debito di Telecom Italia nel 2013 (pari al 5,4%) ma tenere conto delle ulteriori riduzioni previste nei prossimi anni (ed dichiarate dalla stessa Telecom Italia).

Si ritiene pertanto che il costo del debito non debba superare il 3,33%.

^[3] <http://www.telecomitalia.com/tit/it/archivio/media/comunicati-stampa/telecom-italia/corporate/economico-finanziario/2015/issued-8-year-bond-1-billion-euro.html>

Premio per il rischio (ERP)

Si condivide la proposta Agcom di stimare l'ERP in continuità con la del. 747/13/CONS e le precedenti analisi di mercato, ricorrendo a dati storici quale la media geometrica dei rendimenti annuali calcolata da Dimson, Staunton e Marsh per cui gli ultimi dati disponibili, relativi al 2013, che portano ad un valore dell'ERP pari al 3,4%

L'Equity Beta

Equity Beta di 0,85 adottato da Agcom nel presente schema di provvedimento appare eccessivamente elevato e derivante da un campione distorto di imprese i cui Equity Beta sono influenzati dalla rischiosità legata alla rete mobile.

Prendendo in considerazione un campione di imprese comparabili "prevalentemente fisse" (BT, TDC, Iliad), l'Equity Beta medio di un operatore efficiente sarebbe pari a 0,65.

Si sottolinea come un Equity Beta di 0,65 è comunque sovrastimato, in quanto rappresentativo del rischio di un operatore su rete fissa che vende congiuntamente servizi all'ingrosso e al dettaglio. La vendita di servizi all'ingrosso è caratterizzata da un rischio di mercato inferiore essendo l'operatore efficiente in monopolio sulla propria rete di accesso.

Al fine di considerare correttamente il valore di Equity Beta efficiente su rete fissa all'ingrosso, il regolatore Ofcom ha proposto una riduzione di 0,08 dell'Equity Beta stimato su BT^[4].

Sulla base dell'esperienza inglese, si ritiene che dovrebbe essere utilizzato per gli anni 2014-2017 un Equity Beta di 0,57, ottenuto scorporando dall'Equity Beta di 0,65 un fattore di riduzione di 0,08 coerentemente con le evidenze internazionali.

Di seguito è presentata la proposta per il WACC al 2017 (7,95%) che recepisce, in maniera del tutto conservativa, le indicazioni sopra esposte.

Elementi WACC	578/10/CONS	OR ULL 2013 (747/13/CONS)	Proposta Agcom (2014-2017)	Proposta AIP (2014-2017)
Rapporto di indebitamento =	50%	49%	49%	49%
Rendimento risk-free =	3,9%	4,72%	4,64%	4,35%
Equity Beta =	0,85	0,85	0,85	0,57
Equity Risk Premium (ERP) =	4,5%	3,40%	3,40%	3,40%
Debt premium =	1,71%	-	-	-
Costo del debito (Cd) =	5,61%	5,89%	5,74%	5,30%

[4] Fonte: Ofcom, A new pricing framework for Openreach, Annexes, 22 May 2009.

Costo Equity =	7,73%	7,61%	7,53%	6,29%
Aliquota teorica complessiva (T) =	37%	36%	36%	36%
Aliquota nominale IRES (Td) =	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
WACC =	9,36%	9,33%	9,19%	7,95%