



14 settembre 2015

Spiegazioni in merito all'adeguamento del modello di calcolo del tasso d'interesse calcolatorio di cui all'articolo 13 capoverso 3 lettera b dell'ordinanza sull'approvvigionamento elettrico (OAEI)

Indice

| | |
|---|---|
| 1. Situazione iniziale | 2 |
| 2. Metodo di calcolo | 2 |
| 3. Adeguamenti della concezione del WACC | 5 |
| 3.1 Adeguamenti nel calcolo del tasso di costo del capitale di terzi | 5 |
| 3.2 Nessun adeguamento nel calcolo del tasso di costo del capitale proprio | 7 |
| 3.3 Excursus: informazioni su ulteriori adeguamenti che non richiedono una modifica d'ordinanza | 7 |
| 3.4 Tabella di sintesi | 7 |
| 4. Ripercussioni | 9 |



1. Situazione iniziale

I costi di utilizzazione della rete sono un elemento importante per la formazione del prezzo dell'energia elettrica e si compongono dei costi di esercizio e dei costi del capitale. Questi ultimi contemplano anche il costo di ammortamento della rete e gli interessi dei beni patrimoniali necessari all'esercizio. Per il capitale immobilizzato nelle reti elettriche esistenti, l'investitore ha diritto a un indennizzo per il rischio che sostiene mettendo a disposizione il capitale. L'indennizzo è calcolato mediante il cosiddetto tasso d'interesse calcolatorio (tasso medio di costo del capitale o *Weighted Average Cost of Capital* [WACC]). Quando il WACC, e di conseguenza il rendimento che può essere conseguito, è troppo esiguo, i prestatori di capitali non hanno interesse a investire nelle reti elettriche, compromettendo così la sicurezza di approvvigionamento.

Il WACC si applica ai beni patrimoniali necessari all'esercizio (valori residui relativi all'acquisto e alla costruzione degli impianti esistenti) e al capitale circolante netto dei gestori della rete elettrica svizzera. Il tasso d'interesse calcolatorio moltiplicato per questa base di capitale dà gli interessi calcolatori, che nella contabilità analitica possono essere fatti valere come costi. Secondo l'articolo 13 capoverso 3 lettera b dell'ordinanza sull'approvvigionamento elettrico (OAEI), il tasso d'interesse calcolatorio per detti beni patrimoniali necessari all'esercizio (WACC) corrisponde al tasso dei costi medi del capitale investito. Ogni anno il Dipartimento federale dell'ambiente, dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni (DATEC) fissa il tasso, conformemente all'allegato 1 OAEI. La regolamentazione vigente è stata introdotta nell'ambito della revisione dell'OAEI del 30 gennaio 2013¹ ed è entrata in vigore il 1° marzo 2013.

Per il calcolo del WACC sono determinanti tra l'altro le evoluzioni del mercato finanziario. Se cambiano i tassi di riferimento, ciò influisce in una certa misura anche sul WACC. Dall'introduzione della nuova regolamentazione nel 2013, le condizioni quadro economiche in Svizzera sono cambiate notevolmente. In particolare sono diminuiti ulteriormente i tassi d'interesse, attestandosi ad un livello storicamente basso. Inoltre, il rendimento di diverse obbligazioni della Confederazione con varie scadenze è sceso addirittura sotto lo zero per cento. L'abbandono del tasso minimo di cambio con l'euro il 15 gennaio 2015 ha infine reso ancora più difficile la situazione illustrata per gli investitori che operano in franchi svizzeri. A causa delle nuove condizioni quadro, occorre aggiornare il metodo di deduzione empirica dei parametri WACC specifici alla nuova situazione, continuando tuttavia a perseguire gli stessi obiettivi e principi e adottando la stessa metodologia. Per l'elaborazione delle basi legate alla teoria dei mercati finanziari necessarie ai lavori, l'Ufficio federale dell'energia (UFE) ha commissionato una perizia all'impresa IFBC SA (perizia IFBC 2015).

2. Metodo di calcolo

L'obiettivo principale del metodo di calcolo del WACC e dell'attuale concezione dei costi del capitale consiste nel calcolare ogni anno il tasso di costo del capitale, seguendo un metodo corretto e conforme alla teoria dei mercati finanziari. La concezione dovrà inoltre tenere conto delle esigenze degli investimenti a lungo termine e consentire di creare condizioni quadro stabili che incentivino i gestori della rete elettrica a investire nell'infrastruttura.

Conformemente al numero 2.4 dell'allegato 1 OAEI del 30 gennaio 2013, sulla base dei calcoli effettuati dall'UFE e dopo aver consultato la EICOM, il DATEC fissa annualmente il valore medio del tasso di costo del capitale e lo pubblica su Internet nonché nel Foglio federale. La formula di calcolo utilizzata dall'UFE per determinare il WACC è illustrata nel grafico 1 qui di seguito. I singoli parametri del costo del capitale figurano nella tabella 1. Il tasso di costo del capitale proprio è determinato sulla

¹ RU 2013 559



base del modello di mercato del capitale *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Secondo l'approccio basato sullo spread, il tasso di costo del capitale di terzi è composto dal tasso d'interesse esente da rischi e da un supplemento per il rischio di perdita, ossia il supplemento di solvibilità. A ciò si aggiunge un supplemento per i costi legati all'assunzione di capitale e di crediti (costi di emissione e di acquisizione). Ulteriori dettagli in merito al calcolo figurano nelle spiegazioni relative alla revisione dell'OAEI del 2013 nonché nella perizia effettuata dall'impresa di consulenza IFBC in collaborazione con il professore R. Volkart nel 2012.

Grafico 1: Calcolo del WACC

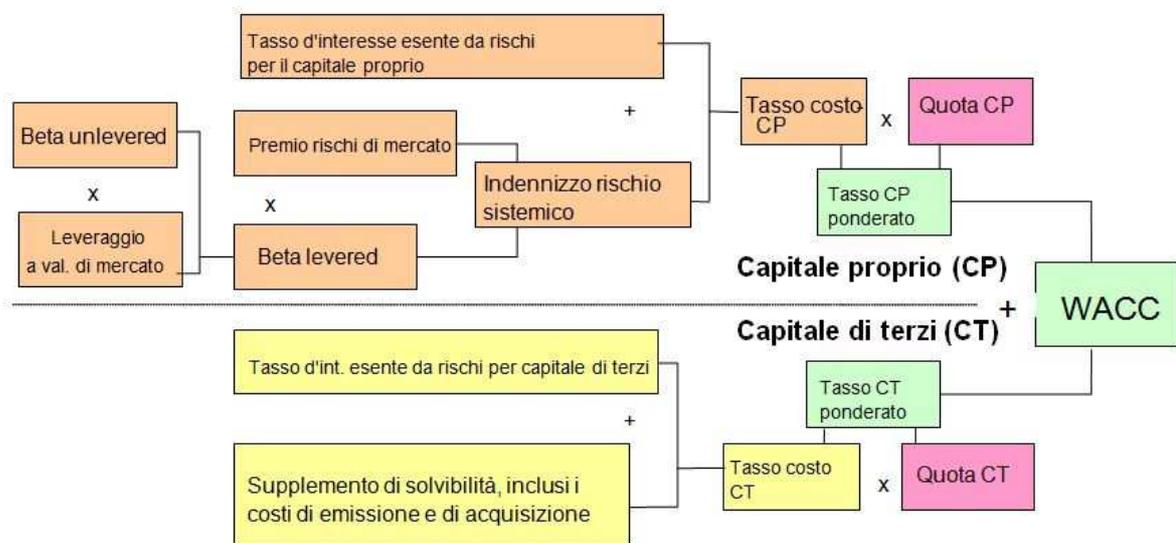




Tabella 1: Attuale definizione dei parametri di costo del capitale

| Parametro | Applicazione |
|--|---|
| Tasso d'interesse esente da rischi per il tasso di costo del capitale proprio | Rendimento medio nell'anno precedente delle obbligazioni della Confederazione con scadenza a dieci anni (rendimento "zero coupon bond") con valori limite predefiniti. Il valore minimo è del 2,5 %. |
| Premio per i rischi di mercato (rendimento a lungo termine sul mercato azionario meno il tasso d'interesse esente da rischi a lungo termine) | Formazione dell'attuale valore medio semplice fra una media aritmetica e una media geometrica su base annua e con valori limite predefiniti. |
| Beta | Utilizzazione dell'attuale valore medio del peer group (<i>monthly Beta, 3y</i>) su base annua e con valori limite predefiniti. |
| Tasso d'interesse esente da rischi per il tasso di costo del capitale di terzi | Rendimento medio nell'anno precedente delle obbligazioni della Confederazione con scadenza a dieci anni (rendimento "zero coupon bond") e con valori limite predefiniti. Il valore minimo è del 2,0 %. |
| Supplemento di solvibilità per il tasso di costo del capitale di terzi incl. i costi di emissione e di acquisizione | A seconda dei tassi d'interesse media annua attuale o valore medio dello spread dei titoli AA e A sull'arco degli ultimi cinque anni, incl. 50 bps di costi di emissione e di acquisizione con valori limite predefiniti. |
| Struttura del capitale | Un'unica analisi del <i>peer group</i> , senza verifiche (<i>review</i>) annue. |

Una concezione con parametri fissi a lungo termine e con valori limite predefiniti soddisfa al meglio i criteri stabiliti per il tasso di costo del capitale. Nell'elaborazione della concezione la priorità è stata accordata alla stabilità del tasso di costo del capitale proprio per consentire di soddisfare le aspettative degli investitori di capitale proprio sul lungo periodo e considerare anche i rischi legati agli investimenti a lungo termine nell'infrastruttura di rete. La seconda priorità va all'aggiornamento del tasso di costo del capitale di terzi. In questo modo è possibile garantire una remunerazione tempestiva dei costi degli interessi con incidenza sulla liquidità dei gestori della rete elettrica (contrariamente ai costi del capitale proprio, questi ultimi rappresentano flussi finanziari in uscita). Entrambi i principi permettono di garantire una certa sicurezza d'investimento ai gestori della rete elettrica.

Nell'attuale concezione relativa ai costi del capitale figurano limiti massimi per gran parte dei parametri. Soltanto in caso di superamento, in senso positivo o negativo, per due anni consecutivi si procede all'adeguamento dei parametri determinanti per il tasso di costo del capitale proprio. Per quanto concerne il tasso di costo del capitale di terzi, si interviene già dopo un unico superamento. La struttura del capitale (40% capitale proprio, 60% capitale di terzi), il tasso d'imposizione e i costi di emissione e di acquisizione sono impostati in modo fisso ed esogeno. La concezione garantisce la sostenibilità del WACC, tenendo tuttavia sempre conto degli attuali flussi finanziari sul fronte capitale di terzi.



3. Adeguamenti della concezione del WACC

3.1 Adeguamenti nel calcolo del tasso di costo del capitale di terzi

3.1.1. Tasso d'interesse esente da rischi

Il tasso d'interesse esente da rischi per la determinazione del tasso di costo del capitale di terzi deriva dal rendimento delle obbligazioni della Confederazione con scadenza a cinque anni. Sulla base della perizia dell'impresa IFBC del 2015 e in considerazione delle attuali condizioni quadro, non è necessario rivedere tale definizione. Il valore minimo del 2,0 %, definito nella perizia IFBC, e i relativi valori limite, invece, vanno messi seriamente in discussione in considerazione dell'attuale fase di bassi tassi d'interesse.

Se si considera anche la possibilità che perduri la fase di bassi tassi d'interesse, c'è il pericolo che sul lungo periodo gli interessi medi sul capitale di terzi che le aziende elettriche devono effettivamente sostenere scendano nettamente al di sotto dell'attuale valore del 3,25 % (valore limite minimo del 2,0 %, incl. il supplemento di solvibilità e i costi di emissione e di acquisizione pari all'1,25 %). Considerato che i tassi d'interesse sono bassi da anni, occorre rivalutare il valore limite inferiore per il tasso di costo del capitale di terzi.

Vista l'attuale situazione di mercato è considerato adeguato un valore minimo pari allo 0,5 %. Esso tiene infatti conto della regolazione dei costi (regolazione *cost plus*) e, in generale, del contesto economico e aziendale. Nel caso di un ulteriore ribasso dei tassi d'interesse, occorrerà riconsiderare nuovamente il valore minimo.

Applicando il nuovo valore minimo risultano valori limite più estesi, illustrati nella tabella 2.

Tabella 2: Valori limite del tasso d'interesse esente da rischi per la determinazione del tasso di costo del capitale di terzi

Definizione dei valori limite

| Ø Rendimento annuo zero-coupon 5y | < 0.5% | 0.5% bis 1.0% | 1.0% bis 1.5% | 1.5% bis 2.0% | 2.0% bis 2.5% | 2.5% bis 3.0% | 3.0% bis 3.5% | 3.5% bis 4.0% | 4.0% bis 4.5% | 4.5% bis 5.0% | >5.0% |
|---|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------|
| Tasso d'interesse esente da rischi definita | 0.5% | 0.75% | 1.25% | 1.75% | 2.25% | 2.75% | 3.25% | 3.75% | 4.25% | 4.75% | 5.0% |
| | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ |
| | 1 valore limite | 2 valore limite | 3 valore limite | 4 valore limite | 5 valore limite | 6 valore limite | 7 valore limite | 8 valore limite | 9 valore limite | 10 valore limite | |

Il nuovo valore minimo per il tasso d'interesse esente da rischi per la determinazione del tasso di costo del capitale di terzi è pari allo 0,5%.



3.1.2. Supplemento di solvibilità

Il supplemento sul tasso d'interesse esente da rischi è composto dal supplemento per il rischio dei gestori della rete elettrica (supplemento di solvibilità) e dai costi di emissione e di acquisizione. La solvibilità di un'impresa influisce sui costi di finanziamento di quest'ultima. Una migliore solvibilità si traduce in un migliore rating e, di conseguenza, in un supplemento per il rischio e di solvibilità inferiore. Una migliore (peggiore) solvibilità comporta quindi costi di finanziamento con capitale di terzi inferiori (maggiori).

Il settore svizzero dell'energia elettrica (come anche quello europeo) è sottoposto a una forte pressione economica. Sia il profilo di rischio qualitativo che quello finanziario sono notevolmente peggiorati, motivo per cui si è passati a una categoria di rating inferiore. È perciò necessario rivalutare il supplemento di solvibilità nell'ambito della concezione del WACC.

Secondo la perizia della IFBC del 2015, dal 2012 le aziende elettriche svizzere ed europee e gli offerenti di reti elettriche hanno perso un punto intero nel rating. Di conseguenza, il rating utilizzato per il calcolo dello spread della solvibilità passa da una media dei titoli A e AA ad una A.

A causa dei conseguenti spread più elevati, i valori limite definiti nella perizia della IFBC del 2012 devono essere corretti verso l'alto.

Secondo l'attuale concezione dei costi del capitale, i costi di emissione e di acquisizione fissati a 50 punti base (bps) continuano ad essere adeguati. Lo stesso vale per il meccanismo specifico della determinazione del supplemento di solvibilità in un contesto di tassi d'interesse bassi. Se è superato in negativo il valore limite inferiore nella determinazione del tasso d'interesse esente da rischi per fissare il tasso di costo del capitale di terzi, secondo la perizia IFBC del 2012 occorre basarsi su un supplemento di solvibilità sul lungo periodo, utilizzando la media mobile su un periodo di cinque anni. Altrimenti, ci si basa sulla media annua.

Tenendo conto dei costi di emissione e di acquisizione, fissi con un premio di 50 bps, si applicano i nuovi valori limite che figurano nella tabella 2 con lo sfondo grigio scuro.

Tabella 3: Definizione dei valori limite per la determinazione del supplemento per il rischio e i costi di emissione e di acquisizione

| | | | | | | | |
|--|--------|-----------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| Ø Spread valore medio A 5 anni (incl. 50 bps costi di emissione) | < 62,5 | tra 62,5 e 87,5 | tra 87,5 e 112,5 | tra 112,5 e 137,5 | tra 137,5 e 162,5 | Tra 162,5 e 187,5 | >187,5 |
| Costi definiti per il capitale di terzi | 50 | 75 | 100 | 125 | 150 | 175 | 200 |

▲ 1° valore limite ▲ 2° valore limite ▲ 3° valore limite ▲ 4° valore limite ▲ 5° valore limite ▲ 6° valore limite

La tabella 3 indica la media mobile su un periodo di cinque anni del supplemento di solvibilità della categoria di rating A e l'attuale supplemento di solvibilità, inclusi i costi di emissione e di acquisizione, in considerazione dei valori limite illustrati alla tabella 3. In applicazione del nuovo valore limite per il tasso d'interesse esente da rischi determinante per il tasso di costo del capitale di terzi, pari allo 0,50%, incluso l'attuale supplemento di solvibilità dell'1,25 %, al momento il tasso di costo del capitale di terzi risulterebbe dell'1,75%.



3.2 Nessun adeguamento nel calcolo del tasso di costo del capitale proprio

Il rendimento a lungo termine commisurato al rischio, richiesto dagli investitori di capitale proprio, non si evince direttamente dall'andamento del mercato, ma deve essere calcolato sulla base di un modello teorico (ad es. sulla base del modello di mercato del capitale CAPM). Nel caso di un rendimento di mercato, il rendimento CAPM, richiesto dagli investitori di capitale proprio, corrisponde alla somma del tasso d'interesse esente da rischi e del premio per i rischi di mercato. Siccome gli investitori mettono a disposizione il proprio capitale a lungo termine, aspettandosi un rendimento commisurato al rischio sul lungo periodo, le disposizioni relative al tasso di costo del capitale proprio devono necessariamente contemplare valori sostenibili a lungo termine. Ciò è importante in particolare per garantire la stabilità, criterio prioritario della concezione. Visto che l'aspettativa di rendimento sul lungo periodo osservata sul mercato è del 7,5 % circa, tale valore deve essere contemplato dalla concezione. Per quanto concerne i valori limite del tasso d'interesse esente da rischi, si sottolinea che non è possibile individuare ripercussioni dirette sulle richieste di rendimento a lungo termine degli investitori di capitale proprio a seguito dell'attuale basso livello d'interessi. Siccome si tratta di richieste a lungo termine, non è possibile fare riferimento (in modo puntuale) agli interessi attualmente in vigore. Di conseguenza, i valori limite definiti nella perizia dell'IFBC del 2012 e il limite inferiore del 2,5% per il tasso d'interesse esente da rischi per determinare il tasso di costo del capitale proprio continuano ad essere considerati adeguati e plausibili.

Anche sui valori limite del premio per i rischi di mercato non è necessario intervenire, visto che si tratta di valori stabili a lungo termine. Entrambi i parametri e i relativi valori limite e limiti inferiori soddisfano pertanto l'obiettivo di assicurare una situazione sostenibile per la rete elettrica sul lungo periodo. È possibile pertanto garantire ai gestori della rete elettrica una certa sicurezza d'investimento come anche una prassi calcolatoria corretta e basata sulla teoria dei mercati finanziari, secondo la regolamentazione in vigore. Il vantaggio di questo approccio consiste nel fatto che eventuali distorsioni della concorrenza o eccezioni statistiche nell'ambito di analisi storiche non si ripercuotono direttamente sui risultati esibiti.

3.3 Excursus: informazioni su ulteriori adeguamenti che non richiedono una modifica d'ordinanza

Nell'attuale concezione il tasso d'imposizione rilevante per la Svizzera è fissato al 21,17 %, secondo un'indagine (*corporate and indirect tax rate survey*) condotta dall'impresa di consulenza KPMG nel settembre 2011. Nel frattempo, l'impresa KPMG ha adeguato il metodo di calcolo del tasso d'imposizione rilevante. Quest'ultimo ora è calcolato sulla base della media di tutti i tassi d'imposizione dei Cantoni svizzeri e non si riferisce più soltanto al tasso d'imposizione del Canton Zurigo. Nel 2014 il tasso d'imposizione medio delle imprese era pari a 17,92 %.

Il nuovo metodo di calcolo dell'impresa KPMG è chiaro e plausibile. Per questo motivo il nuovo tasso d'imposta sull'utile medio è utilizzato anche per determinare il WACC.² Il valore da noi stabilito, pari al 18 % (tasso d'imposizione 2014 arrotondato), rimarrà invariato finché non cambieranno in modo sostanziale le condizioni quadro fiscali. Visto che l'attuale regime considera il tasso d'imposizione sull'utile soltanto per il calcolo del *levered Beta*, tale adeguamento non ha praticamente ripercussioni sul valore del WACC.

3.4 Tabella di sintesi

La tabella 4 riassume tutti gli adeguamenti proposti.

² Il tasso d'imposizione è determinante per il *relevering* del valore *unlevered Beta*.



Tabella 4: Sintesi degli adeguamenti dei singoli parametri necessari

| Parametro | Adegua-mento ne-cessario? | Commento |
|--|---|--|
| Tasso d'interesse esente da rischi per il capitale proprio in CHF | no | Definizione e calcolo dei valori limite possono essere mantenuti. |
| Premio per i rischi di mercato | no | Definizione e calcolo dei valori limite possono essere mantenuti. |
| <i>Beta unlevered</i> | no | Definizione e calcolo dei valori limite possono essere mantenuti. |
| <i>Leverage</i> ai valori di mercato | si/adequa-mento che non neces-sita una mo-difica d'ordi-nanza | Nel <i>relevering</i> del valore <i>unlevered Beta</i> per mezzo di <i>financial leverage</i> (struttura del capitale) si considerano le imposte secondo la miglior prassi (<i>best practice</i>). Il tasso d'imposizione da utilizzare è il 18,0% (finora 21,17%), in corrispondenza al tasso d'imposizione medio svizzero per le imprese calcolato da KPMG. Il valore rimane al 18,0% fino a nuovo avviso. |
| <i>Size Premium</i> | no | Continua a non essere considerato il <i>size premium</i> . |
| Tasso d'interesse esente da rischi per il capitale di terzi in CHF | si | Il valore limite minimo del tasso d'interesse esente da rischi per la determinazione del tasso di costo del capitale di terzi deve essere adeguato in base alle condizioni quadro economiche. Esso sarà dello 0,5 %. Di conseguenza i nuovi valori limite devono essere fissati tra lo 0,5% e il 2,0% (attuale valore limite minimo). |
| <i>Credit Spread</i> | si | Il calcolo dello spread della solvibilità deve essere adeguato alla nuova categoria di rating A (finora valore medio tra le categorie di rating AA e A). L'adeguamento avviene in seguito al peggioramento della solvibilità delle aziende elettriche svizzere. I valori limite sono stati corretti verso l'alto. |
| Quota del capitale proprio, quota del capitale di terzi | no | Recenti analisi effettuate confermano che è opportuno mantenere la struttura del capitale definita. |



4. Ripercussioni

Qui di seguito si calcola un WACC ipotetico al 30 giugno 2015 con i "vecchi" e i "nuovi" parametri e valori limite. In questo modo è possibile illustrare le ripercussioni degli adeguamenti proposti sul valore del WACC. Il WACC è ipotetico poiché il tasso di costo del capitale nell'attuale quadro regolatorio viene calcolato sempre a fine e non a metà anno. Il WACC determinato qui di seguito al 30 giugno 2015 corrisponde pertanto a un valore ipotetico non rilevante per l'applicazione alla fine del 2015 (base per la determinazione del WACC per l'anno tariffario 2017).

La base di calcolo del WACC è il sistema illustrato nel grafico 1. I valori risultanti figurano nella tabella 5. A titolo illustrativo, sono indicati i valori provvisori del WACC per l'anno tariffario 2017 con i valori limite attuali (colonna media) e quelli nuovi (ultima colonna).

Tabella 5: Calcolo del WACC con i valori limite attuali e nuovi

| Parametro | WACC ipotetico Anno tariffario 2017 attuali parametri | WACC ipotetico Anno tariffario 2017 nuovi parametri |
|--|---|--|
| Tasso d'interesse esente da rischi (per il tasso di costo del capitale proprio) | 0,26% / 2,50% | 2,50% |
| Premio per i rischi di mercato | 5,03% / 5,00% | 5,00% |
| <i>Beta unlevered</i> | 0,44 / 0,40 | 0,40 |
| <i>Beta levered</i> | 0,87 | 0,89 |
| Tasso di costo del capitale proprio | 6,86% | 6,96% |
| Tasso d'interesse esente da rischi (per il tasso di costo del capitale di terzi) | -0,23% / 2,00% | 0,50% |
| <i>Credit Spread</i> | 135,1 bps / 125,0 bps | 125,0 bps |
| Tasso di costo del capitale di terzi | 3,25% | 1,75% |
| Quota capitale proprio | 40% | 40% |
| Quota capitale di terzi | 60% | 60% |
| Tasso d'imposizione | 21,17% | 18,00% |
| WACC | 4,70% | 3,83% |

Le cifre che figurano nella tabella 5 illustrano che il WACC calcolato con i nuovi parametri e il valore limite del 3,83% è inferiore rispetto a quello determinato secondo l'attuale regolamentazione (WACC 4,70%). Concretamente, utilizzando per l'anno tariffario 2017 i valori ipotetici, il WACC passerebbe dal 4,70% al 3,83% (-0,87 punti percentuali), riduzione che si traduce in una diminuzione dei corrispettivi



per l'utilizzo della rete pari a circa 174 milioni di CHF. In questo contesto non si prevedono ripercussioni sulla Confederazione o sui Cantoni.