

Consultazione sulla revisione dei modelli di regolazione dei  
diritti aeroportuali –  
Delibera ART n. 80/2022

F2i – Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR S.p.A.

Ardian Infrastructure

*Milano, 15 Luglio 2022*

**E**  
AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI TRASPORTI  
Protocollo N. 0016704/2022 del 20/07/2022

## **Indice**

1. Osservazioni di contesto
2. Rilievi specifici sulla delibera 80/22
  - 2.1 WACC: stabilità, prevedibilità e attrattività dei ritorni
  - 2.2 Trattamento del margine commerciale: *dual till*
  - 2.3 Efficienza dei costi operativi
  - 2.4 Onere regolatorio: proporzionalità, trasparenza e semplicità della regolazione
3. F2i, Ardian e la piattaforma aeroportuale gestita in Italia

## 1. Osservazioni di contesto

### Contesto di riferimento

Il settore del trasporto aereo è tra quelli maggiormente colpiti dalla pandemia da COVID-19, con il traffico passeggeri che, in Italia, è crollato del 73% ca nel 2020 (rispetto al 2019), del 58% nel 2021 e del 27% ca nei primi 5 mesi del 2022<sup>1</sup>. Sebbene l'inizio della stagione estiva 2022 evidenzia una positiva ripresa, le più recenti ed accreditate stime di settore per l'Europa evidenziano che il traffico passeggeri tornerà ai livelli del 2019 non prima del 2024.<sup>2</sup>

In tale contesto, i gestori aeroportuali hanno messo in campo ogni possibile iniziativa volta a contenere i costi durante la pandemia, ma il suddetto calo del traffico ha comunque generato ingenti perdite per i gestori aeroportuali (anche tenuto conto della significativa componente di costi fissi e dell'esigenza di garantire i servizi aeroportuali, in sicurezza ed in conformità alle nuove norme sanitarie), con impatto sulla sostenibilità finanziaria dei gestori aeroportuali.

In questo contesto difficile e incerto, va ricordato che il settore è un volano fondamentale del turismo e della ripresa economica nazionale e necessita di sostenere cospicui investimenti in sviluppo e sostenibilità. Il settore ha infatti un impatto significativo a supporto delle attività economiche del territorio e a garanzia della connettività per i cittadini, rendendo il sistema-Paese più competitivo e attrattivo per il *business*. Basti pensare che prima dello scoppio della pandemia, il settore del trasporto aereo contribuiva al PIL nazionale per circa il 3,6%<sup>3</sup> (ed il settore turismo, strettamente correlato ed "alimentato" anche dal trasporto aereo, contribuiva per un ulteriore 13% ca).

Considerato il contesto di riferimento e la centralità del settore per la ripresa e lo sviluppo del sistema-Paese, la regolazione è chiamata a contemperare le esigenze degli utenti e dei gestori, per facilitare la ripresa del traffico e garantire la sostenibilità degli investimenti di lungo termine. Ai gestori aeroportuali è richiesto di calibrare le esigenze di contenimento dei costi con la necessità di investire e mantenere elevati standard di qualità del servizio per gli utenti finali nonché della gestione in sicurezza delle infrastrutture. Alla luce di tali considerazioni, si condivide l'esigenza di incentivare l'efficienza e la produttività laddove ci siano spazi in tal senso (senza pregiudicare qualità e sicurezza), ma allo stesso tempo ci preme sottolineare la necessità di garantire adeguati ritorni sul capitale investito e di supportare in particolare i nuovi investimenti.

---

<sup>1</sup> Fonte: Assaeroporti

<sup>2</sup> ACI Europe ed Eurocontrol (2022)

<sup>3</sup> Studio CDP "Il sistema aeroportuale italiano", luglio 2015

## Decarbonizzazione e accesso al mercato dei capitali

La Commissione Europea, con il pacchetto di proposte “Fit for 55”, ha presentato le misure necessarie ad ottenere una riduzione del 55% delle emissioni di carbonio entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 e per raggiungere gli obiettivi di zero emissioni entro il 2050. Le misure in questione riguardano anche il settore del trasporto aereo e includono, tra le altre, l'imposizione dell'uso di carburanti sostenibili (direttiva ReFuelEU) e la fornitura obbligatoria di energia elettrica agli aeromobili fermi (*Alternative Fuels Infrastructure Regulation*, AFIR). Tali misure implicheranno ingenti investimenti per il settore: ad esempio, l'AFIR richiederà agli aeroporti l'ammodernamento delle proprie infrastrutture al fine di garantire che la fornitura di elettricità possa avvenire al *gate* o alle piazzole.<sup>4</sup> Stime di ACI Europe mostrano come nel settore aeroportuale a livello europeo saranno necessari circa 360 miliardi di euro in investimenti di capitale fino al 2040.<sup>5</sup>

Dall'altro lato, la “Tassonomia Europea” esclude gli investimenti in infrastrutture aeroportuali da quelli aventi effetti di riduzione o mitigazione delle emissioni (salvo il caso in cui rispettino una serie di criteri, ad oggi applicabili solo a limitate categorie): investimenti legati alla costruzione / ampliamento di terminal o all'espansione delle piste non rientreranno in tale classificazione, con implicazioni sulle condizioni di accesso ai mercati dei capitali.

La Banca Europea degli Investimenti (BEI) ha già escluso categoricamente i finanziamenti (debito e credito) nel gas e negli aeroporti ed è molto probabile che, come già successo nel settore delle fonti fossili, le banche commerciali sia italiane che estere ridurranno l'erogazione di finanziamenti o l'emissione di strumenti di debito a favore degli aeroporti. Anche i fondi e gli investitori infrastrutturali, sia di *equity* che di debito/credito, saranno indotti a ridurre la propria esposizione al settore aeroportuale, con il rischio che si verifichi un vero e proprio “*funding gap*”.

In tale contesto, la necessità di maggiori investimenti (legati ai piani esistenti e agli obiettivi di decarbonizzazione e sostenibilità) nonché di recupero degli investimenti bloccati negli ultimi due anni, da un lato, e il restringimento dei tradizionali canali di accesso ai mercati finanziari, dall'altro, rendono necessario che la percepita maggiore rischiosità del settore sia opportunamente considerata dall'Autorità nella definizione del quadro regolatorio.

**Stabilità, prevedibilità e attrattività dei ritorni, nonché trasparenza e certezza nel lungo termine della regolazione**, sono caratteristiche necessarie a garantire il contributo degli investitori al raggiungimento delle sfide di settore. Rinviando ai successivi paragrafi per alcuni rilievi più specifici, si evidenzia come i modelli pubblicati per consultazione nel maggio 2022, pur superando alcune rilevanti criticità dei modelli pubblicati nel 2020, non sembrano tenere conto adeguatamente di tali principi ed introducono nuovi e rilevanti elementi di incertezza e di rigidità (anche rispetto

<sup>4</sup> Oxera (2022), “Assessment of the impact of the Fit for 55 policies on airports”, 30 maggio, disponibile a [https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2022/06/Impact-assessment-of-Fit-for-55-policies-on-the-aviation-sector\\_final\\_080622.pdf](https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2022/06/Impact-assessment-of-Fit-for-55-policies-on-the-aviation-sector_final_080622.pdf)

<sup>5</sup> ACI (2021), “Global Outlook of Airport Capital Expenditure”, giugno, disponibile a <https://store.aci.aero/product/global-outlook-of-airport-capital-expenditure/#:%7E:text=New%20forecasts%20in%20the%20report,19%20crisis%20on%20airport%20CAPEX>

all'esigenza di considerare debitamente l'attuale eccezionale congiuntura economica, geopolitica e sanitaria), con il rischio di un ingiustificato calo dei ritorni attesi sugli investimenti ed indebolimento del settore.

### Dinamiche concorrenziali

Il settore aeroportuale italiano ed europeo ha attraversato e continua ad attraversare importanti dinamiche evolutive e presenta caratteristiche che si discostano significativamente sia da quelle delle *utility* regolate, o monopoli naturali in senso proprio, sia di altre infrastrutture di trasporto operanti in mercati più maturi.

In primo luogo, l'integrazione dei mercati europei e il consolidamento del modello di *business low-cost* delle compagnie aeree hanno avuto effetti importanti sulle dinamiche competitive. A ciò si aggiunga che la nuova ITA (nata dal fallimento di Alitalia) ha registrato un arretramento nel mercato italiano, dando ulteriore spazio alle compagnie *low cost* che per loro natura sono molto più "*price sensitive*" e aggressive nelle negoziazioni. Il risultato è che i gestori aeroportuali si trovano oggi a dover rispondere, in modi che la regolazione concorre a determinare in misura decisiva, a un crescente livello competitivo sul piano nazionale ed europeo, nonché a fronteggiare la presenza di un elevato potere di mercato dal lato della domanda. Fattori questi che riducono in maniera consistente il potere negoziale degli aeroporti e che delineano una struttura di mercato che si allontana da quella del monopolio naturale.

Il grado di pervasività dell'intervento regolatorio dovrebbe essere commisurato all'effettivo potere monopolistico del soggetto regolato. Tra gli estremi del monopolio assoluto e della concorrenza perfetta, vi sono infatti assetti competitivi intermedi che per loro natura richiedono un intervento del regolatore opportunamente calibrato.

La *best practice* regolatoria raccomanda infatti la modulazione dell'intervento regolatorio in base alle effettive condizioni di mercato in cui operano i gestori. A nostro parere, come si dirà in seguito in forma estesa, con la delibera 80/2022 si configura un approccio regolatorio rigido, poco trasparente e difficilmente prevedibile in base agli attuali documenti. Si sottolinea come molti dei parametri tariffari siano definiti lasciando limitato spazio alle negoziazioni tra gestore, regolatore e utenti, con risultati controproducenti per il settore, aumento dei costi di *compliance* ed assenza di margini di flessibilità necessari per sviluppare efficaci strategie commerciali e competere nel mercato.

### Il punto di vista dell'investitore

Gli scriventi F2i – Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR S.p.A. ("F2i"), principale gestore di fondi infrastrutturali a livello italiano, ed Ardian, società di investimento francese leader nel panorama europeo e mondiale, hanno un interesse diretto nella proposta tariffaria pubblicata da ART, in quanto investitori di lungo periodo nel settore aeroportuale, tra l'altro tramite la holding 2i

Aeroporti S.p.A., che, come meglio descritto nella sezione 3, detiene partecipazioni in SEA (Milano Linate e Malpensa), Gesac (Napoli), Sagat (Torino), Aeroporto Friuli-Venezia-Giulia (Trieste) e Aeroporto di Bologna. F2i detiene inoltre, tramite F2i Ligantia S.p.A., partecipazioni di controllo in Sogeaal (Alghero) e Geasar (Olbia).

L'esito di tale consultazione può evidentemente avere un impatto significativo sulle prospettive di sviluppo e sui valori delle partecipazioni detenute nonché sulle decisioni di ulteriori investimenti nel settore, che F2i e Ardian intenderebbero perseguire qualora ve ne fossero le condizioni.

È utile ricordare che F2i/Ardian, in quanto società di gestione fondi infrastrutturali, hanno un orizzonte temporale degli investimenti lungo e superiore a quello della gran parte di altri fondi che investono in capitale di rischio.

La certezza e la prevedibilità della regolazione, la trasparenza delle regole e la loro stabilità nel tempo rappresentano fattori determinanti nell'orientare le scelte di investimento dei fondi infrastrutturali, con l'obiettivo di assicurare quantità e qualità del servizio per i cittadini ed una adeguata remunerazione del capitale per il soggetto regolato.

## 2. Rilievi specifici sulla delibera 80/22

### 2.1. WACC: stabilità, prevedibilità ed attrattività dei ritorni

#### Premessa

Nel contesto attuale assistiamo ad una crisi inflattiva che ha origine nei mercati delle *commodities* e materie prime, cui si aggiungono forti colli di bottiglia lato *supply chain*. La forte crescita dell'inflazione ha determinato nell'arco di pochi mesi un'inversione a "U" nelle politiche monetarie di tutte le banche centrali dei maggiori Paesi occidentali tra cui Europa e Stati Uniti, portando a rialzi dei tassi sostanziali, come non si vedevano da molti anni. Le Banche Centrali peraltro hanno chiarito che le politiche restrittive continueranno nel breve medio termine finché l'inflazione non verrà riportata ai livelli obiettivo (vicini al 2%). I tassi a lunga scadenza (decennali) hanno subito registrato una serie di rialzi che, fra le altre cose, hanno portato ad un ampliamento degli spread, soprattutto per Paesi come l'Italia, il cui indebitamento e le prospettive di crescita futura sono più deboli.

Come anticipato nella sezione introduttiva, il contesto attuale rende necessario un quadro regolatorio che incentivi a realizzare adeguati e ulteriori investimenti in capacità, innovazione e sostenibilità per soddisfare la futura domanda, modernizzare le infrastrutture, migliorare la qualità e raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione ed approvvigionamento energetico da fonti rinnovabili. Da qui la necessità di garantire ritorni stabili e capaci di attirare investitori, nonché di mitigare i rischi descritti in precedenza. Sulla base di quanto discusso, si sviluppano una serie di considerazioni in merito alla definizione dei parametri del WACC.

#### a) Risk free rate e tasso di inflazione

Con riferimento al *risk-free rate* e al tasso di inflazione, il modello appare eccessivamente rigido, non prevedendo aggiustamenti infra-periodici né premi nel calcolo del *risk-free rate*. Tale approccio potrebbe condurre, nel corso del periodo regolatorio, ad una significativa divergenza tra i tassi concessi dal regolatore e quelli prevalenti nel mercato, con il rischio di generare un *funding gap* e di indurre gli operatori a dovere effettuare operazioni di rifinanziamento straordinarie e/o rinviare investimenti.

In particolare, il regolatore prevede un valore del *risk-free rate* basato su serie storiche, non includendo alcun tipo di aggiustamento *forward-looking* o aggiustamento infra-periodo. Mentre per quanto riguarda il tasso di inflazione, il regolatore prevede l'utilizzo delle previsioni riportate nel Documento di Economia e Finanza.

Si evidenzia come la metodologia prevista dal regolatore non risulta in linea con la prassi a livello europeo basata sull'utilizzo un *mix* di evidenze di tipo storico e *forward-looking*. Si prenda ad esempio, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), la quale nel calcolare il *risk-free rate* per AENA utilizza una media dei tassi *spot* e dei tassi *forward*. Inoltre, la Commission

for Aviation Regulation (CAR), nella recente consultazione per il prossimo periodo di regolazione per la definizione dei diritti dell'Aeroporto di Dublino, ha indicato l'intenzione di mantenere una metodologia caratterizzata dall'utilizzo di dati storici e aspettative future dei tassi di rendimento sui titoli tedeschi ed irlandesi a scadenza decennale. In ultimo, è opportuno citare anche il riferimento ai settori dell'energia in Italia, sottoposto alla regolazione di ARERA, la quale ha definito una metodologia che prevede l'adozione di una serie di premi nella formula del *risk-free rate* (*convenience premium*, *forward premium* e *uncertainty premium*). Tali premi hanno lo scopo di offrire protezione agli operatori dalla forte incertezza presente nei mercati.

Tutto ciò premesso, si richiede che la regolazione preveda la possibilità di aggiornamenti infra-periodo (es. in caso di oscillazioni oltre una certa soglia) per evitare di mettere in seria crisi l'equilibrio degli aeroporti, soprattutto di quelli che hanno piani di investimento sfidanti, e di ridurre ancora di più l'attrattività del settore per gli investitori di cui si diceva nella sezione precedente. Qualora l'Autorità non possa o non ritenga opportuno fissare i ritorni in maniera "*forward looking*", risulterebbe almeno necessario inserire dei meccanismi di aggiornamento "*intra periodo*", per esempio fissando dei livelli soglia (*trigger*) al di sopra dei quali il *risk free rate* verrebbe aggiornato, in modo simile a quanto già fatto da ARERA nel caso delle reti gas ed elettricità o dalla Commission de Régulation de l'Électricité et du Gaz (CREG) nel caso della rete elettrica belga.

#### **b) Gearing e costo del debito**

Con riferimento ai parametri del *gearing* e del costo del debito, il passaggio da un livello effettivo ad uno nozionale di settore potrebbe portare una disparità tra i valori concessi dal regolatore e quelli effettivi delle società. In particolare, l'assenza di *cluster* potrebbe comportare valori nozionali fortemente influenzati da società con condizioni di accesso al mercato del debito molto diverse. In questo contesto, risulta auspicabile la previsione di *cluster* e di qualche margine di flessibilità, incluso un eventuale periodo di transizione ai valori nozionali in modo tale da permettere agli operatori di effettuare le necessarie modifiche alla struttura finanziaria e al costo del debito (se fattibile tenendo conto anche di eventuali vincoli patrimoniali e finanziari).

In ogni caso, il *gearing* andrebbe calcolato prendendo a riferimento l'indebitamento netto (non quello lordo), per tener debitamente in considerazione la struttura finanziaria delle società aeroportuali (che in molti casi hanno significativi livelli di liquidità).

#### **c) Beta**

Con riferimento al parametro del beta, la metodologia prevista dall'Autorità prevede il calcolo di un valore nozionale basato sull'analisi del coefficiente beta di società quotate operanti nel settore a livello europeo. Tuttavia, il campione previsto dall'Autorità include delle società che hanno registrato un livello molto basso di liquidità nel corso dell'ultimo anno. In linea generale, il valore del beta dovrebbe essere aggiornato anche effettuando eventuali rettifiche e/o integrazioni al campione utilizzato.



**d) WACC incrementale**

Con riferimento al WACC incrementale, i modelli prevedono un massimale sia al valore ammesso (1%) sia alla durata (10 anni, ovvero il 50% della vita utile media), per di più in un contesto in cui le categorie di investimenti eleggibili sono individuate da ENAC sulla base di stringenti criteri.

In generale, si ritiene che l'introduzione nei modelli dei suddetti massimali non risponda all'esigenza di supportare adeguatamente gli ambiziosi obiettivi di sostenibilità (ambientale, economica e sociale), digitalizzazione e intermodalità fissati altresì nelle linee guida del nuovo Piano Nazionale Aeroporti definite da ENAC.

In sintesi, è ampiamente riconosciuto che i costi in termini di *social welfare* derivanti dalla definizione di un tasso di rendimento troppo basso sono maggiori rispetto a quelli legati alla definizione di un WACC troppo alto (principio dell'*aiming up*). Ad esempio, per quanto riguarda l'Aeroporto di Dublino, la CAR sta valutando il mantenimento della cosiddetta "*aiming-up allowance*" nel calcolo del WACC introdotta nella determinazione tariffaria del 2019. In tale circostanza, era stato riconosciuto all'aeroporto un premio che riflettesse l'importanza di non sottostimare il valore del WACC, considerate le potenziali conseguenze negative sull'ingente piano di investimenti previsto dall'aeroporto.

**POSSIBILI PROPOSTE**

- Si richiede che la regolazione preveda la possibilità di aggiornamenti infra-periodo fissando dei livelli soglia al di sopra dei quali alcuni parametri (e.g. *risk-free rate* e *beta*) verrebbero aggiornati
- Si richiede che l'Autorità fissi il valore del *risk-free rate* facendo riferimento non soltanto a valori storici ma anche su base "*forward looking*"
- Si richiede che l'Autorità preveda la possibilità di diversi valori nozionali (*cluster*) per quanto riguarda i valori del *gearing* e del costo del debito, sulla base delle diverse caratteristiche degli operatori. Inoltre, si richiede la presenza di un periodo di transizione ai valori nozionali ed il riferimento all'indebitamento netto (non lordo) ai fini del calcolo del *gearing*.
- Si richiede che l'Autorità preveda margini di flessibilità nella selezione del campione di riferimento delle società quotate ai fini del calcolo del *beta*, con l'obiettivo di evitare valori che non specchiano le attuali condizioni di mercato
- Si richiede la rimozione dei limiti massimali previsti per il valore e per la durata del WACC incrementale

## 2.2 Trattamento del margine commerciale: *dual till*

L’Autorità conferma l’applicazione del *dual till*, riconoscendo come tale approccio sia stato “*un efficace strumento per lo sviluppo del settore aeroportuale nazionale*” che ha consentito il “*reperimento delle risorse necessarie per la realizzazione degli investimenti*”.<sup>6</sup>

Allo stesso tempo, nei nuovi prefigurati modelli, l’Autorità rende l’applicazione del *dual till* soggetta a più stringenti obblighi informativi nei confronti dei vettori circa la quantificazione e l’uso del margine commerciale da parte dei gestori. In aggiunta a ciò, preme sottolineare come il parametro del margine commerciale compaia nella formula di calcolo dei costi ammessi (a sottrazione degli stessi), in contrasto con la definizione stessa del *dual till*.

Si ritiene che gli attuali obblighi per i gestori di trasmissione all’Autorità di specifici dati di contabilità regolatoria riguardanti il margine commerciale siano già sufficienti a garantire il principio di trasparenza. Pertanto, la richiesta di ulteriori evidenze da trasmettere ai vettori appare superflua e non coerente con l’applicazione del *dual till*. Si sottolinea come la misura in questione, seppure ispirata ad un principio di trasparenza, porterebbe ad una modifica degli equilibri nei processi negoziali tra gestori e utenti, non coerente con le effettive dinamiche concorrenziali che vedono i gestori soggetti a crescente pressione competitiva.

Si ritiene che la presenza del parametro del margine commerciale nella formula di calcolo dei costi ammessi rappresenti un elemento di incertezza e debba pertanto essere rimossa.

Si richiede la piena conferma del *dual till*.

### **POSSIBILI PROPOSTE**

- Si richiede una piena conferma del *dual till* e la rimozione del parametro del margine commerciale dalla formula di calcolo dei costi ammessi.
- Si richiede di eliminare gli ulteriori oneri informativi introdotti in merito al calcolo e soprattutto all’utilizzo del margine commerciale, da trasmettere ai vettori.

## 2.3 Efficienza dei costi operativi

Con riferimento al parametro di efficientamento annuo, per gli aeroporti con traffico superiore a 1 milione di passeggeri l’anno, l’Autorità propone di utilizzare la *Stochastic Frontier Analysis* (SFA), un metodo di stima quantitativa di tipo parametrico. Il parametro definito dall’Autorità sulla base dell’esercizio econometrico, specifico ad ogni gestore, può essere ricalibrato in sede di consultazione con gli utenti nei limiti definiti dalla stessa.

<sup>6</sup> Autorità di Regolazione dei Trasporti (2022), “Delibera 80/2022 – Relazione Illustrativa degli Uffici”, 12 maggio, p. 35.

Premesso che si condivide l'obiettivo di efficientamento dei costi operativi, l'utilizzo di metodi parametrici per il calcolo del parametro di efficientamento non trova riscontro in precedenti regolatori nel settore aeroportuale. In particolare, come illustrato in seguito, la metodologia proposta per la definizione del parametro di efficientamento appare poco affidabile e trasparente.

Dal punto di vista procedurale, si sottolinea come, sebbene i documenti di consultazione illustrino gli aspetti principali, la metodologia appare descritta in modo troppo vago, aprendo ad una varietà di forme funzionali, specificazioni dei modelli e variabili di controllo. L'assenza di sufficienti dettagli rende impossibile derivare il valore del parametro di efficientamento, che per contro ha un impatto tariffario considerevole, generando un alto livello di incertezza.

Sul profilo della trasparenza, si reputa fondamentale che, in linea con la prassi regolatoria internazionale, ai gestori venga fornito accesso ai dati e ai modelli utilizzati dall'Autorità, così da permettere un costruttivo processo di consultazione. I gestori dovrebbero inoltre essere in grado di stimare in autonomia il proprio livello di inefficienza al fine di pianificare di conseguenza i necessari interventi di efficientamento.

Dal punto di vista tecnico, si riscontrano nella metodologia proposta una serie di limitazioni: innanzitutto i risultati saranno fortemente dipendenti dalle ipotesi sottostanti (non indicate nei modelli proposti); inoltre, la letteratura scientifica sostiene che la metodologia della *Stochastic Frontier Analysis* (SFA) tenda a sovrastimare il livello di inefficienza.<sup>7</sup> Infine, il computo del *target* di efficientamento basato sulla media dei fattori di efficienza risultanti dai diversi modelli non esclude la possibilità che, a causa di fattori idiosincratichi, un singolo modello individui un *target* eccessivamente sfidante. Ciò potrebbe avere impatti negativi sulla sostenibilità finanziaria dei gestori nonché favorire attività di riduzione dei costi rispetto al mantenimento della qualità.

Dal punto di vista dell'investitore, ferma la piena condivisione dell'obiettivo di efficientamento, la misura rappresenta un elemento di incertezza, in ragione della sua imprevedibilità. Pertanto, si ritiene necessario un approccio prudente e per quanto possibile flessibile, che permetta di tenere in considerazione le specificità di ciascun gestore (che un modello meccanico non è in grado di garantire) e che protegga dal rischio che eventuali *outlier* nei risultati dei modelli diano luogo a *target* di efficienza non congrui.

In considerazione degli elementi di incertezza menzionati sopra, si richiede una specifica consultazione sul tema della SFA, la cui indizione si ritiene necessaria a garantire ai gestori la piena comprensione dei modelli e l'opportunità di contribuire all'affinamento degli stessi. Inoltre, per il primo periodo di applicazione del Modello A, si richiede che la metodologia della SFA venga implementata solo allo scopo di monitoraggio. L'adozione di un periodo transitorio consentirebbe

---

<sup>7</sup> Si veda ad esempio Andor, M. & Hesse, F. (2014), "The StoNED age: The departure into a new era of efficiency analysis? A monte carlo comparison of StoNED and the "oldies"(SFA and DEA)", *Journal of Productivity Analysis* 41(1), 85–109 e Badunenko, O., Henderson, D. J. & Kumbhakar, S. C. (2012), "When, where and how to perform efficiency estimation", *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (Statistics in Society)* 175(4), 863–892.

all’Autorità di pubblicare le informazioni pertinenti, fornire i chiarimenti rilevanti e, eventualmente, attuare i dovuti miglioramenti ai modelli proposti.

**POSSIBILI PROPOSTE**

- Si richiede che, in linea con la prassi interazionale, ai gestori venga fornito accesso ai dati e ai modelli utilizzati dall’Autorità, così da permettere un costruttivo processo di consultazione
- Si richiede l’adozione di un approccio prudente e per quanto possibile flessibile, che permetta di tenere in considerazione le specificità di ciascun gestore e che protegga dal rischio che eventuali *outlier* nei risultati dei modelli diano luogo a target di efficienza non congrui
- In ragione dell’elevato grado di incertezza, si ritiene opportuna l’indizione di una specifica consultazione sul tema della SFA e l’adozione di un periodo transitorio

## **2.4. Onere regolatorio: proporzionalità, trasparenza e semplicità della regolazione**

In generale, nel nuovo modello A delineato dall’Autorità, si riscontra un inasprimento dell’onere regolatorio in capo ai gestori, in termini di un aggravio degli obblighi informativi nei confronti dei vettori e, soprattutto, di una più marcata rigidità della regolazione, che definisce in maniera prescrittiva la gran parte dei parametri e degli aspetti tariffari. Tale approccio limiterebbe il ruolo della negoziazione e garantirebbe limitato spazio alla flessibilità, aspetti invece necessari per tener conto degli specifici contesti.

La *best practice* regolatoria suggerisce l’applicazione del principio di proporzionalità degli obblighi informativi rispetto all’obiettivo. L’aumento dell’onere informativo, senza un chiaro incremento nei benefici, aumenta di fatto il costo di elaborazione delle informazioni sia per gli operatori aeroportuali che per le autorità di regolazione. La necessità delle richieste informative dovrebbe quindi essere adeguatamente valutata dal regolatore, allo scopo di raggiungere un giusto equilibrio tra costi e benefici per il sistema, rispettando i principi di ragionevolezza e proporzionalità.

Nel definire un approccio regolatorio così pervasivo, l’Autorità non sembra aver tenuto conto soprattutto delle dinamiche concorrenziali del settore e dell’effettivo potere di mercato dei gestori. Come anticipato nella sezione introduttiva, i gestori si trovano oggi a rispondere ad un crescente livello competitivo nazionale ed europeo, nonché ad una concentrazione sempre maggiore dei

vettori. In tale contesto competitivo, l'elevato livello di *disclosure* informativa nei confronti dei vettori definito dai nuovi modelli rischia di alterare indebitamente l'equilibrio negoziale tra le parti.

Un esempio è rappresentato dai prefigurati obblighi informativi nei confronti dei vettori per quanto concerne gli incentivi all'attività volativa. A tal riguardo, si ritiene che quanto previsto dalla regolazione attuale, ovvero la pubblicazione delle *policy* dei gestori e la trasmissione di informazioni all'Autorità, sia sufficiente a garantire il principio di trasparenza e che l'introduzione di ulteriori obblighi informativi nei confronti dei vettori potrebbe avere ricadute in termini di assetti concorrenziali, anche in considerazione del contesto competitivo internazionale, e sul potere negoziale tra gestore e utenti dell'aeroporto.

In ragione di tutto ciò, si evidenzia piuttosto l'esigenza di prevedere nei modelli opportuni meccanismi di flessibilità generale, sia in termini di periodi transitori per consentire di gestire specifici contesti evolutivi o emergenziali sia in termini di possibilità di negoziare ed adeguare taluni parametri alle specifiche esigenze del gestore (sempre subordinatamente alla verifica del regolatore e degli utenti).

#### **POSSIBILI PROPOSTE**

- Si richiede l'inserimento di adeguati meccanismi di flessibilità sia prevedendo periodi transitori rispetto all'applicazione dei modelli sia consentendo di adeguare taluni parametri per tener conto di specifici contesti ed esigenze
- Si richiede la possibilità di avviare – nei tempi e nei modi opportuni - dei tavoli di confronto per valutare anche nuovi schemi regolatori che tengano conto del mutato contesto europeo
- Si richiede di mitigare la previsione di ulteriori oneri informativi, soprattutto sugli incentivi all'attività volativa, da trasmettere ai vettori

### 3. F2i, Ardian e la piattaforma aeroportuale gestita in Italia

#### **F2i – FONDI ITALIANI PER LE INFRASTRUTTURE**

Fondata nel gennaio 2007, F2i SGR è la società di gestione che ha costituito il più ampio portafoglio di fondi chiusi italiani dedicati agli investimenti nel settore delle infrastrutture.

F2i nasce da un'iniziativa di primarie istituzioni italiane, tra cui fondazioni bancarie, fondi pensione, banche locali e internazionali e Cassa Depositi e Prestiti, in qualità di sponsor.

Dalla sua creazione, F2i ha raccolto oltre 8,4 miliardi di euro e ha sostenuto lo sviluppo di ventisette società attraverso sei piattaforme, operanti in settori infrastrutturali chiave italiani come quello dei trasporti, della logistica, delle energie rinnovabili, delle reti di distribuzione del gas, delle reti e dei servizi di telecomunicazione e delle strutture socio-sanitarie.

Ad oggi F2i gestisce quattro fondi di investimento alternativi mobiliari riservati di tipo chiuso, il cui obiettivo è quello di investire in asset infrastrutturali, principalmente in Italia.

Gli investimenti dei Fondi sono effettuati in via prevalente in società non quotate con un orizzonte di lungo periodo al fine di poter contribuire attivamente, sotto un profilo sia finanziario sia industriale, alla creazione di valore.

F2i, in sintesi, si pone come investitore attivo nel processo di consolidamento dei settori infrastrutturali nei quali investe, al fine di supportare le aziende nel loro percorso di crescita organica e per linee esterne, creare campioni nazionali e beneficiare di economie di scala.

Il settore aeroportuale rappresenta una quota rilevante del portafoglio di assets gestiti da F2i e, qualora vi siano le condizioni, continuerà ad essere parte significativa della politica di investimento di F2i.

#### **ARDIAN**

Ardian è una società di investimento privata leader a livello mondiale con 130 miliardi di dollari in gestione o oggetto di consulenza in Europa, nelle Americhe e in Asia.

La società, la cui maggioranza è detenuta dai propri dipendenti, è animata da uno spirito imprenditoriale e focalizzata nel generare performance eccellenti per i propri investitori a livello globale.

Attraverso la sua filosofia di condivisione dei risultati con tutti gli *stakeholder*, l'attività di Ardian stimola la crescita individuale, aziendale ed economica in tutto il mondo. Ispirata da quelli che sono da sempre i suoi valori fondamentali, quali eccellenza, lealtà e imprenditorialità, Ardian conta su una vera e propria rete globale, con oltre 830 dipendenti distribuiti tra le 15 sedi in Europa

(Francoforte, Jersey, Londra, Lussemburgo, Madrid, Milano, Parigi e Zurigo), nelle Americhe (New York, San Francisco e Santiago) e in Asia (Pechino, Singapore, Tokyo e Seul).

La società gestisce fondi per conto dei suoi circa 880 investitori attraverso cinque aree di investimento in cui vanta grande esperienza: Fondi di Fondi, Fondi Diretti, Infrastrutture, *Real Estate* e *Private Debt*.

Nel settore delle Infrastrutture, Ardian è un *leader* mondiale, con oltre 20 miliardi di dollari in gestione e un track record di successo. Opera tramite oltre 60 professionisti distribuiti in team locali e investe in infrastrutture essenziali in Europa e nelle Americhe, con focus principale su 3 aree di investimento: Energia, Trasporti e Digital.

L'obiettivo finale è la costruzione di un portafoglio diversificato in termini di geografie, settori e profilo di distribuzioni e che offra non solo ritorni eccellenti ma anche una forte protezione e resilienza durante i ribassi di mercato e le incertezze macroeconomiche.

La strategia di Ardian Infrastrutture è basata su un approccio gestionale attivo e industriale e su strategie di creazione di valore che puntano sulla sostenibilità, la transizione energetica e la digitalizzazione.

Con riferimento al settore aeroportuale, oltre all'investimento in 2i Aeroporti, Ardian è stato nel passato azionista di co-controllo nell'aeroporto di Londra Luton.

## **2i AEROPORTI**

2i Aeroporti S.p.A. ("2i Aeroporti") è stata costituita nel 2010 da F2i, con l'obiettivo di perseguire investimenti nel settore aeroportuale, con focus sull'Italia. Nel 2015, nel capitale di 2i Aeroporti è entrato (con una quota del 49%, quale partner di F2i che ha mantenuto il 51%) un consorzio formato dal fondo infrastrutturale francese Ardian e dall'istituzione assicurativa Credit Agricole Assurances, investitori di primario standing a livello internazionale con cui F2i condivide oggi l'obiettivo di continuare a investire nel settore e contribuire allo sviluppo ed alla durevole creazione di valore degli aeroporti in portafoglio. Il *network* di aeroporti in cui 2i Aeroporti ed F2i hanno investito (Milano, Napoli, Torino, Bologna, Trieste ed anche Olbia e Alghero) rappresenta, con riferimento ai dati 2019, ca 65 mln di passeggeri (34% del traffico italiano) e 630 mila tons di merce (57% del segmento cargo).

Gli investimenti realizzati nel quadriennio fino al 2019 sono stati pari a ca € 600 mln in totale e nel prossimo periodo post pandemia si prevedono ulteriori interventi di ampliamento o adeguamento della capacità degli aeroporti, per ammontari ben superiori, con attenzione anche alle opere di mitigazione ambientale, sostenibilità, efficienza energetica, digitalizzazione e qualità del servizio erogato.