



PEOPLE, ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT FOR A CHANGING LAND



Aeroporti di Roma SpA - Prot. 14/07/2022-00262225-U

E  
2022/07/14  
AUTORITÀ DI REGOLAZIONE DEI TRASPORTI  
Protocollato del 14/07/2022 del 2022/5849100 N. o

Spett.le  
Autorità di Regolazione dei Trasporti  
Via Nizza, 230  
10126 Torino  
[pec@pec.autorita-trasporti.it](mailto:pec@pec.autorita-trasporti.it)

**Oggetto: Consultazione sulla revisione dei modelli di regolazione dei diritti aeroportuali approvati con la delibera n. 92/2017 come integrati dalla delibera n. 68/2021**

Aeroporti di Roma S.p.A. ("ADR") intende presentare le proprie osservazioni nell'ambito della consultazione pubblica indetta con Delibera n. 80/2022 del 12 maggio 2022 sul procedimento di revisione dei modelli di regolazione dei diritti aeroportuali avviato con Delibera n. 42/2022 del 23 marzo 2022. Trasmettiamo, pertanto, ai sensi di quanto previsto in Allegato B alla Delibera n. 80/2022, la tabella sinottica riportante puntuali osservazioni della scrivente (in allegato alla presente) ed a seguire alcune considerazioni di impostazione generale.

L'occasione è gradita, inoltre, per rappresentare richiesta di poter illustrare le suddette osservazioni innanzi al Consiglio dell'Autorità in occasione dell'audizione programmata per il 27 luglio p.v. relativamente alla quale indichiamo a seguire i seguenti nominativi:

- Fabio Soleri: [Fabio.Soleri@adr.it](mailto:Fabio.Soleri@adr.it) (in presenza)
- Giovanni Cavallaro: [Giovanni.Cavallaro@adr.it](mailto:Giovanni.Cavallaro@adr.it) (collegamento web)
- Francesco Lo Passo: [francesco.lopasso@brattle.com](mailto:francesco.lopasso@brattle.com) (collegamento web)

Lo scorso 24 marzo codesta Spettabile Autorità di Regolazione dei Trasporti (nel prosieguo "ART") ha pubblicato la delibera n. 42/2022 con la quale ha avviato la procedura di consultazione per la revisione dei modelli di regolazione dei diritti aeroportuali declinati nella delibera n. 92/2017.<sup>1</sup> Successivamente, il 12 maggio, ART ha posto in consultazione il contenuto della

<sup>1</sup> Prima della delibera n.42/2022, nel luglio 2020 ART aveva pubblicato la delibera n.136/2020 con la quale aveva già approvato nuovi modelli di regolazione dei diritti aeroportuali che tuttavia non sono mai stati applicati. A maggio 2021, ART ha pubblicato la delibera n.68/2021 con la quale ha (i) posticipato l'entrata in vigore dei modelli di regolazione tariffaria di cui alla delibera n.136/2020 dal 1 luglio 2021 precedentemente previsto al 1

#### Aeroporti di Roma S.p.A

Via Pier Paolo Racchetti, 1  
00054 Fiumicino (Roma)  
Partita IVA - 06572251004  
Cap. Soc. Euro 62.224.743,00 int. vers.

Cod. Fisc. e n° iscrizione Registro  
delle Imprese 13032990155  
Repertorio Notizie Economiche ed  
Amministrative di Roma n° 971268

Tel. 06-65951 - fax. 06-65953646  
[www.adr.it](http://www.adr.it)  
[aeroportidiromaspa@pec.adr.it](mailto:aeroportidiromaspa@pec.adr.it)  
[aeroportidiroma@adr.it](mailto:aeroportidiroma@adr.it)

Aeroporto G.B. Pastine  
Via Appia Nuova, 1651  
00043 Ciampino (Roma)  
Tel. 06-65951

delibera n. 80/2022 che riporta (i) proposta di revisione dei nuovi modelli di regolazione dei diritti aeroportuali (si veda Allegato A alla delibera stessa) e (ii) 'Relazione Illustrativa' alla stessa. Come indicato da codesta Spettabile Autorità, lo schema del nuovo atto di regolazione contiene alcuni elementi innovativi rispetto ai modelli vigenti di cui alla delibera n. 92/2017 successivamente integrati dalla delibera n. 68/2021 e ripropone alcune misure di regolazione di cui alla delibera n. 136/2022 (si veda Relazione Illustrativa allegata alla delibera n. 80/2022).

Il nuovo schema di regolazione è articolato in due modelli: (i) modello A che si applica agli aeroporti che in almeno uno dei cinque anni precedenti all'Anno Ponte hanno registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui; (ii) modello B per gli aeroporti che nei cinque anni precedenti all'Anno Ponte hanno sempre registrato traffico pari o inferiore a 1 milione di passeggeri annui<sup>2</sup>.

Inoltre, lo schema di regolazione indica che per gli aeroporti con Contratto di Programma ex decreto-legge n. 78/2009 ("CdP") è prevista la sottoscrizione di un Atto Aggiuntivo tra concedente e concessionario al fine di recepire le disposizioni relative al nuovo modello tariffario dell'Autorità che potrà consentire: (i) limitati interventi di adattamento del modello stesso; o (ii) periodi transitori al fine di consentire da un lato la salvaguardia del principio di affidamento del concessionario nell'ambito del nuovo assetto normativo ed istituzionale e dall'altro l'accompagnamento ad un recepimento completo della regolazione in un tempo ragionevole.

In generale si ritiene che lo schema di regolazione proposto, mantenendo inalterato nei suoi aspetti fondanti l'assetto regolatorio attualmente vigente che ha proficuamente contribuito al favorevole trend del settore del decennio passato ed eliminando alcune delle modifiche sostanziali all'assetto regolatorio di cui sopra che erano state introdotte con la delibera n. 136/2020, fornisca segnali positivi a gestori aeroportuali ed investitori internazionali interessati.

Pertanto, nel riportare, nel seguito di questa nota e nella tabella sinottica proposta da codesta Autorità, posizioni e proposte di revisione dello schema di regolazione di cui alla Delibera n. 80/2022, ADR ritiene necessario chiarire preliminarmente che la sua partecipazione al procedimento di consultazione, che considera doverosa per fornire il proprio contributo di

---

gennaio 2023; (ii) previsto fino al 31 dicembre 2022 la possibilità per i gestori di avviare procedure di revisione tariffaria in applicazione dei modelli tariffari di cui alla delibera n.92/2017, o alternatively di proporre proroga delle tariffe in vigore.

<sup>2</sup> Per gli aeroporti del modello A che nei cinque anni precedenti all'Anno Ponte hanno sempre registrato volumi inferiori ai cinque milioni di passeggeri annui, lo schema di regolazione indica che la dinamica dei corrispettivi deve essere definita in modalità semplificata con riferimento al totale dei servizi regolati.

conoscenza in ragione della posizione di primo gestore aeroportuale italiano, avviene ferme restando, in coerenza con la posizione espressa nel giudizio promosso avverso la Delibera n. 136/2020, le valutazioni della società circa la non applicabilità della Misura 30, laddove impone ai titolari di contratti di programma previsti dall'articolo 17, comma 34-bis, del decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 3 agosto 2009, n. 102, di recepire i modelli via via emanati da codesta Autorità. Si precisa pertanto che la partecipazione a questo procedimento non deve essere intesa quale rinuncia da parte di ADR a questa riserva riguardo alla misura 30, come anche ad altre possibili riserve nei confronti della Delibera n. 80/2022.

Ciò premesso, le posizioni e proposte riportate nel seguito di questo documento, che affianca e completa la tabella sinottica redatta secondo le indicazioni di codesta Autorità, riguardano i seguenti aspetti individuati da codesta Autorità in Delibera n. 80/2022:

Il seguito del documento riporta posizioni e proposte di revisione sui seguenti aspetti individuati in delibera ART n. 80/2022:

- 1. Till regolatorio
- 2. Anno Base e Anni Ponte per la dinamica dei corrispettivi
- 3. Efficientamento dei costi operativi
- 4. Elasticità dei costi operativi
- 5. Tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) e rischio inflazione
- 6. WACC incrementale
- 7. Poste figurative
- 8. Sostenibilità del rischio traffico
- 9. Incentivazione all'attività volativa
- 10. Contabilità Regolatoria certificata

## 1. Till regolatorio

Si ritiene particolarmente positiva la scelta di ART di confermare l'applicazione, in continuità con le prescrizioni di CdP, DL 78/2009 e modelli tariffari vigenti, della regolazione in *dual till*<sup>3</sup> al cui riguardo rileva evidenziare che:

- È noto che la regolazione in *dual till* soddisfa i requisiti di efficienza allocativa, produttiva, e dinamica richiesti dal settore aeroportuale. Tale aspetto è stato evidenziato dal regolatore inglese Civil Aviation Authority ("CAA") già nel 2000 e successivamente confermato a livello teorico e pratico.<sup>4</sup>
- Al momento della privatizzazione di Aeroporti di Roma S.p.A. ("ADR"), avvenuta nel 2000, la regolazione del settore aeroportuale applicata era espressamente basata sul criterio del *dual till*.<sup>5</sup> Nel corso degli anni la continuità di tale approccio all'interno del settore è stata preservata (delibera CIPE n. 86/2000; CdP ex DL 78/2009; ed infine modelli tariffari emessi da ART, prima con delibera n. 64/2014 e successivamente con delibera n. 92/2017).
- La regolazione in *dual till* garantisce l'orientamento al costo delle tariffe, consentendo la finanziabilità degli investimenti realizzati in assenza di sovra-compensazione. Grazie a ciò, negli anni di applicazione, il sistema di regolazione basato su tale principio ha determinato: (i) la pressoché totale assenza di controversie promosse presso il

---

<sup>3</sup> Il paragrafo 10.1.1 del documento di consultazione della delibera n.80/2022 individua i costi delle attività regolate ammessi a fini tariffari a cui può essere eventualmente sottratto il margine commerciale delle attività accessorie. Il paragrafo 10.8 "Trattamento del Margine Commerciale" chiarisce che i gestori aeroportuali applicano tariffe calcolate sui costi delle attività regolate, a cui non viene sottratto il margine commerciale, purché rispettino i seguenti criteri di trasparenza: (i) calcolo del margine generato dalle attività accessorie; (ii) l'evidenziazione agli utenti nel documento di consultazione e nel documento informativo annuale della quantificazione e l'utilizzo.

<sup>4</sup> CAA, The 'Single Till' and the 'Dual Till' Approach to the Price Regulation of Airports - Consultation Paper - December 2000.

<sup>5</sup> Nel caso specifico di ADR, la privatizzazione della società è stata decisa nel febbraio 1999 con il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (DPCM) che ha stabilito le modalità per la cessione della totalità della partecipazione detenuta nella società dallo Stato italiano attraverso il Gruppo IRI. Il prospetto informativo della privatizzazione e le interlocuzioni istituzionali successive che hanno portato alla presentazione dell'Offerta Vincolante a giugno 2000 non hanno prospettato in alcun modo una regolazione tariffaria differente da quella in *dual till*. Successivamente, ad agosto 2000, il CIPE con la delibera n.86/2000 ha confermato i diritti aeroportuali dovevano essere calcolati in modalità *dual till*. Il Contratto di Programma di ADR (art. 21, comma 1) individua per l'intera durata della concessione il sistema di tariffazione pluriennale basato su regime tariffario in *dual till* come elemento essenziale del rapporto Concedente-Concessionario.

regolatore dalle compagnie aeree, come evidenziato dalla stessa ART; (ii) il significativo miglioramento dei livelli di servizio negli scali, in particolare quelli di rilevanza nazionale. A tal proposito rileva ricordare che fra 2018 e 2022 ACI Europe ha insignito lo scalo di Fiumicino del titolo di miglior aeroporto europeo in base a criteri relativi alla qualità dei servizi percepita dai passeggeri.<sup>6</sup>

Per ADR la regolazione in *dual till* declinata nell'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma sottoscritto nel 2012 ha garantito le condizioni per (i) il necessario sviluppo dell'aeroporto di Fiumicino attraverso la realizzazione di nuovi investimenti, indispensabili per adeguare la rete infrastrutturale del Paese all'incremento del traffico aereo che al momento della stipula del contratto era già previsto dovesse raddoppiare nell'arco dei successivi venti anni e (ii) la riduzione del divario qualitativo rispetto ai principali *hub* aeroportuali europei attraverso il repentino innalzamento degli standard di servizio.

Grazie alla trasparenza, prevedibilità e stabilità fino al termine della concessione delle regole tariffarie inserite nell'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma ex DL 78/2009 e poggianti su *dual till* e garanzia di orientamento ai costi delle tariffe, tra 2011 e 2019 ADR ha potuto porre in essere un piano di investimenti per un ammontare di Euro 2 miliardi, parte di un piano più complessivo di concessione, assentito al tempo da ENAC per un importo totale di oltre Euro 9 miliardi. Nel biennio 2020-2021, nonostante la crisi dovuta agli effetti della pandemia da Covid-19, ADR ha proseguito il piano di investimenti per un importo complessivo pari a oltre Euro 300 milioni, finanziato con ricorso ad indebitamento. A maggio 2022 gli investimenti così effettuati hanno consentito di aprire il nuovo Terminal A presso lo scalo di Fiumicino.

Nel caso specifico di ADR, l'applicazione stabile, prevedibile e non modificabile nell'arco della durata residua della concessione del regime tariffario in *dual till* è principio:

- la cui tutela appare di fondamentale importanza al fine di garantire bancabilità – con il suo corollario di continuità e stabilità del *framework* regolatorio – al già avviato piano investimenti complessivo di concessione che – recentemente ri-presentato ad ENAC per approvazione – richiede un impegno per ulteriori Euro 8 miliardi

---

<sup>6</sup> [https://www.adr.it/i-nostri-premi?p\\_p=id&it.txt=adr\\_cookiepolicy\\_web\\_portlet\\_AdrCookiePolicyBannerPortlet&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view](https://www.adr.it/i-nostri-premi?p_p=id&it.txt=adr_cookiepolicy_web_portlet_AdrCookiePolicyBannerPortlet&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view)

- di salvaguardia e tutela dell'equilibrio economico-finanziario discendente dalla privatizzazione di ADR al termine della quale per l'acquisto del 95,86% delle azioni della società di gestione aeroportuale il veicolo Leonardo SpA aveva sostenuto un prezzo di Euro 2.325 milioni

Per ADR il rilancio degli investimenti è stato accompagnato dalla elevata crescita del livello di qualità dei servizi offerti, che ha portato Fiumicino dall'ultimo posto tra i grandi scali europei (traffico superiore ai 40 milioni passeggeri) in termini di qualità del servizio al primo posto in soli 6 anni e ad aggiudicarsi nel 2021 per il quinto anno consecutivo il premio di "Best Airport in Europe" assegnato da ACI Europe sulla base della soddisfazione espressa dagli utenti nella categoria degli aeroporti europei con oltre 40 milioni di passeggeri.<sup>7</sup>

La previsione di una regolazione *duall till* del modello tariffario in consultazione, oltre a garantire continuità con l'approccio metodologico prescritto per ADR e implementato da ART nei modelli tariffari, è coerente con quanto implementato in Europa. Tutti i principali aeroporti europei applicano una regolamentazione *dual till* e gli aeroporti per cui era inizialmente previsto un *till* ibrido si sono spostati verso una regolamentazione *dual till*. Le uniche eccezioni significative sono gli aeroporti di Heathrow e Dublino, in contesti di mercato nazionali caratterizzati da decisioni dei regolatori (CAA in UK, CAR in Irlanda) di differenziare fortemente il trattamento regolatorio fra scali che detengono/non detengono *significant market power* – a fronte di caratteristiche peculiari intrinsecamente spiccate – provvedendo – al tempo stesso – a regolazione stringente nel caso dei primi ed a completa de-regolazione nel caso degli altri.

---

<sup>7</sup> L'Aeroporto di Fiumicino si colloca al vertice delle classifiche di soddisfazione condotte da Airports Council International da cinque anni consecutivi: [https://www.adr.it/i-nostri-premi?p\\_p\\_id=it\\_txt\\_adr\\_cookiepolicy\\_web\\_portlet\\_AdrCookiePolicyBannerPortlet&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view](https://www.adr.it/i-nostri-premi?p_p_id=it_txt_adr_cookiepolicy_web_portlet_AdrCookiePolicyBannerPortlet&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view)

**Tabella 1: Regolazione nei principali aeroporti europei**

Aeroporto	Paese	Till
Heathrow	UK	Single Till
Parigi	Francia	Adjusted Dual Till (verso Dual Till)
Francoforte	Germania	Dual Till
Amburgo	Germania	Dual Till
AENA	Spagna	Dual Till (transizione da Hybrid Till completata nel 2018)
Amsterdam	Paesi Bassi	Dual Till
ANA	Portogallo	Hybrid Till (i ricavi airside retail 2012 sono considerati nella formula di revenue cap)
Dublino	Irlanda	Single Till
Copenaghen	Danimarca	Dual Till (nel regime "fall-back")
Zurigo	Svizzera	Hybrid Till (30% del valore aggiunto non-aviation può essere utilizzato per finanziare il segmento aviation)
Vienna	Austria	Dual Till
Bruxelles	Belgio	Hybrid Till (verso Dual Till)
Atene	Grecia	Dual Till

A tal proposito rileva evidenziare che la formula tariffaria prevista da ART nel modello in consultazione, seppur confermi l'applicazione del regime in *dual till*, presenta il parametro MC (relativo al "margine commerciale"), previsto – quando valorizzato – in detrazione dei corrispettivi calcolati per i servizi regolati (si veda alla misura 10.1.1 del documento in consultazione). Il modello chiarisce che il parametro MC non pesa sull'applicazione del *dual till*, a condizione che vengano rispettati i previsti criteri di trasparenza.

In tale contesto, si ritiene che la formula tariffaria alla misura 10.1.1 del documento in consultazione debba essere modificata con l'eliminazione del riferimento alla possibile

detrazione del margine commerciale (MC) dai corrispettivi. Il punto 10.8 che disciplina il trattamento del margine commerciale dovrebbe prevedere che il gestore aeroportuale calcoli il margine commerciale e ne comunichi gli esiti alla sola ART, in qualità di Autorità di Regolazione. Sia nel documento di consultazione per la revisione periodica delle tariffe, che nel documento informativo annuale dovrebbe essere previsto obbligo di comunicazione ad ART di tali informazioni, ma non agli utenti.

Le modifiche proposte sono coerenti con le prescrizioni dell'art 26, comma 2, dell'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma sottoscritto fra ENAC ed ADR, che al termine di ciascun periodo tariffario quinquennale prevede per il concessionario l'obbligo di rendicontare al concedente l'utilizzo intervenuto del margine commerciale ai fini di autofinanziamento delle opere incluse nel Piano degli investimenti del gestore.



## 2. Anno Base e Anno Ponte per la dinamica dei corrispettivi

***Ai fini della determinazione della dinamica dei corrispettivi, il punto 10.1 del documento di consultazione dice che qualora l'Anno Base non fosse rappresentativo della gestione ordinaria dell'aeroporto il gestore potrà:***

- ***prendere a riferimento come Anno Base l'esercizio precedente la dichiarazione dello stato di emergenza, o alternativamente***
- ***rettificare la contabilità regolatoria dell'Anno Base al fine di renderla rappresentativa del futuro periodo regolatorio, producendo motivazioni documentate ed evidenze certificate da società di revisione contabile.***

***Nel caso di adozione della contabilità regolatoria relativa all'esercizio precedente lo stato di emergenza, ART richiede di prendere a riferimento più "annualità ponte". In tal senso, gestori che devono avviare una revisione tariffaria entro il 2025 potranno prendere l'annualità 2019 come riferimento per l'Anno Base.***

A tale proposito si rileva che – seppure la misura di cui trattasi abbia il merito di risolvere un significativo elemento di incertezza applicativa in capo ai gestori – emergono alcuni aspetti critici di carattere implementativo che all'interno del modello avrebbero meritato considerazione maggiormente puntuale.

Rileva a tal proposito evidenziare che per il settore autostradale l'Autorità ha adottato un approccio simile. Essa ha infatti indicato alle concessionarie il cui periodo tariffario risultava scaduto (la maggior parte dei casi di cui trattasi) di prendere a riferimento il 2018 come Anno Base e il 2020 come inizio del periodo regolatorio. Tuttavia, nel settore autostradale la potestà di ART si è inserita all'interno di un articolato sistema regolatorio previgente che nella maggior parte dei casi ha portato al ritardo dell'implementazione del nuovo regime tariffario varato da ART con la conseguente necessità – per l'intervenuta disponibilità di valori a consuntivo – di trattare in modo puntuale gli anni intercorrenti tra la fine del precedente periodo regolatorio e l'avvio del nuovo con modalità dettate da ART.

Nel suddetto caso, la mancanza di indicazioni chiare all'interno dei modelli dell'Autorità ha causato implementazioni non uniformi tra i vari gestori del nuovo regime tariffario.

Risulta pertanto condivisibile l'approccio individuato dall'Autorità per il settore aeroportuale, che prevede che:

- L'aggiornamento dei costi operativi ammessi dall'Anno Base all'Anno Ponte è effettuato sulla base del tasso di inflazione programmato e dell'elasticità dei costi alle variazioni dei volumi di traffico, incluso il caso in cui l'Anno Base individuato è precedente all'anno caratterizzato dallo stato di emergenza.
- Il parametro di efficientamento dei costi operativi si applica negli anni del periodo tariffario e non per gli anni ponte intercorrenti tra l'Anno Base individuato e il primo anno del periodo tariffario, in quanto in caso contrario il parametro di efficientamento determinerebbe un effetto retroattivo, in contrasto con le prerogative di salvaguardia della regolazione di ART.

ART chiarisce infatti nella nota 7 di pagina 34 del punto 10.1.2, comma 1, del documento di consultazione che l'aggiornamento all'Anno Ponte dei costi operativi ammessi all'Anno Base è calcolato in funzione del tasso di inflazione programmato e dell'elasticità dei costi alle variazioni dei volumi di traffico. Segnaliamo, tuttavia, che lo stesso punto sembrerebbe fornire una indicazione apparentemente contraddittoria nel comma 2. Tale comma dice che – nel caso in cui l'Anno Base viene individuato con l'anno precedente all'anno caratterizzato dallo stato di emergenza – la dinamica dei costi operativi nel corso del periodo è sviluppata annualmente in funzione delle variazioni cumulate con riferimento all'Anno Base di: volumi traffico; inflazione; parametro di efficientamento.

In ultimo, riteniamo che per il prossimo periodo tariffario l'aggiornamento dei costi operativi dell'Anno Base 2019, anno antecedente la pandemia, su più di un Anno Ponte debba tenere conto, oltre al tasso di inflazione programmato, degli incrementi dei costi dell'energia e delle materie prime e di eventuali incrementi di altri costi operativi. Gli incrementi dei prezzi nel 2021 e nel 2022 risentono degli impatti del conflitto in Ucraina che – per la loro imprevedibilità – non possono necessariamente essere riflessi nel tasso di inflazione programmata e richiedono, pertanto, un aggiustamento al rialzo dei costi operativi di tali Anni Ponte. Analoghe considerazioni in merito alla eccezionalità della situazione attuale – unitamente alla incomprimibilità della maggiore parte dei costi operativi – fanno ritenere che per il prossimo periodo tariffario l'aggiornamento dei costi dell'Anno Base su più di un Anno Ponte debba essere effettuato applicando un valore dell'elasticità pari a zero.

### 3. Efficientamento dei costi operativi

**Il punto 10.1.2 del documento di consultazione prevede che i costi operativi all'Anno Base, incrementati all'Anno Ponte dell'inflazione programma dell'ultimo DEF e dell'elasticità ai volumi di traffico, devono essere ridotti annualmente di un coefficiente di recupero della produttività. Il paragrafo 10.1.4 dispone che il coefficiente di recupero di produttività deve essere individuato – come risultante in esito della procedura di consultazione - all'interno di un intervallo di valori compreso tra il 30% dell'indicatore annuale di potenziale recupero di produttività (limite inferiore) e l'indicatore annuale di potenziale recupero di produttività (limite superiore), calcolato da ART per il gestore con la Stochastic Frontier Analysis ("SFA"). Nel caso in cui il 30% dell'indicatore annuale di potenziale recupero di produttività risulta maggiore del decimo percentile del valore potenziale di recupero di produttività, al limite inferiore del range è posto un 'cap' pari al valore del decimo percentile. Nel caso in cui l'indicatore annuale di potenziale recupero di produttività risulti maggiore del novantesimo percentile del valore potenziale di recupero di produttività, al limite superiore è posto un 'cap' pari al valore del novantesimo percentile.**

L'Autorità prevede di individuare il coefficiente di recupero della produttività dei costi operativi di ciascun aeroporto all'interno di un intervallo di valori, il cui limite superiore corrisponde alla media delle stime SFA calcolate per l'aeroporto, e il limite inferiore è pari al 30% del limite superiore così individuato. Inoltre, ART prevede di verificare che l'intervallo di valori di ciascun aeroporto sia compreso tra il decimo e il novantesimo percentile della distribuzione delle stime SFA medie calcolate per la popolazione degli aeroporti considerati. I valori di questi percentili vengono utilizzati, rispettivamente, come limite inferiore e superiore del coefficiente di produttività, al posto dei valori eventualmente più elevati calcolati per il singolo aeroporto.

Le modalità di calcolo prospettate nel documento di consultazione, pur risentendo delle limitazioni metodologiche della SFA, consentono di mitigarne l'impatto perché "tagliano" valori eccessivamente elevati degli efficientamenti calcolati per i singoli aeroporti, che vengono sostituiti con il decimo e il novantesimo percentile delle stime effettuate per tutti gli aeroporti considerati. La previsione di un intervallo di valori dei coefficienti di recupero della produttività, al posto di un valore puntuale, consente di trovare una soluzione pratica – se ben implementata – che può mitigare il problema della indeterminatezza dei risultati delle stime SFA. Nel settore autostradale, dove è invece previsto un valore puntuale dell'efficientamento per ciascun

concessionario, ART ha poi consentito ai concessionari di concordare con il concedente – sulla base di evidenze oggettive – una tempistica più dilatata per il recupero della produttività.<sup>8</sup>

Il modello tariffario in consultazione, conformemente alle prescrizioni della Direttiva Europea sui diritti aeroportuali, prevede che le tariffe vengano determinate nell’ambito della consultazione con gli utenti e, in caso di mancato accordo, nell’ambito della verifica effettuata da ART. Per mitigare il rischio di applicare efficientamenti eccessivi, come già previsto per i concessionari autostradali, riteniamo che il coefficiente di recupero di produttività di ciascun aeroporto debba essere individuato nella consultazione con gli utenti sulla base di evidenze oggettive prodotte dal gestore aeroportuale. Il gestore dovrà supportare la scelta del coefficiente di produttività con una manifesta, oggettiva e documentata evidenza di vincoli alle azioni di efficientamento. Nei casi supportati dall’evidenza prodotta, il coefficiente di produttività potrà anche essere inferiore ai valori *ex-ante* individuati dall’Autorità. Tale evidenza, per motivi di confidenzialità, verrà sinteticamente esposta nella consultazione agli utenti e verrà dettagliatamente trasmessa all’Autorità.

Gli affinamenti metodologici proposti dal documento di consultazione sono da accogliere positivamente perché se ben implementati possono mitigare gli impatti derivanti dagli aspetti critici della metodologia di stima SFA. A tale riguardo si fa presente che la SFA risente delle limitazioni metodologiche già segnalate nella risposta di Assaeroporti alla consultazione del 2019, che riportiamo sinteticamente di seguito:<sup>9</sup>

1. La SFA ha l’obiettivo di stimare la frontiera dei costi efficienti, ma non è sufficientemente robusta di per sé per individuare i parametri di efficientamento dei costi operativi in settori industriali complessi come quello aeroportuale e i risultati della stima risentono di serie criticità implementative.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Nel settore autostradale ART ha previsto che il fattore di efficientamento può essere imputato in maniera differente rispetto al recupero quinquennale previsto dalla formula tariffaria “in presenza di manifesta, oggettiva e documentata evidenza, di vincoli alle azioni di efficientamento, tali da non consentire di assicurare il raggiungimento dell’obiettivo di recupero di efficienza produttiva”.

<sup>9</sup> “Analisi dei Costi Efficienti per Settore degli Aeroporti Italiani”, Report di The Brattle Group per Assaeroporti, settembre 2019.

<sup>10</sup> Vi è un rischio elevato di commettere errori nella stima, in quanto i risultati delle stime risentono fortemente dalle variabili esplicative incluse nella stima: l’omissione di variabili esplicative rilevanti può condurre a valori dei coefficienti di produttività distorti e sovrastimati.

2. La SFA non è mai stata usata da alcun regolatore per imporre obiettivi di efficientamento nel settore degli aeroporti.<sup>11</sup>
3. Le stime della SFA evidenziano una elevata eterogeneità nei risultati e non è chiaro l'impatto che le varie modellizzazioni hanno sui valori individuati per i singoli gestori.<sup>12</sup>
4. ART richiede ai gestori di efficientare tutti i costi operativi, ma in realtà solo una quota parte di tali costi è comprimibile per l'esistenza di vincoli fattuali, normativi e regolatori.<sup>13</sup>

Le criticità sopra descritte sono ben evidenziate nella letteratura economica di settore.<sup>14</sup> Gli stessi regolatori europei esprimono grande cautela in merito alla possibilità di stimare i costi delle imprese con la SFA.

Il riconoscimento a fini tariffari di incrementi dei costi operativi pari all'inflazione determina infatti già di per sé un obbligo ad efficientare, pari all'incremento della produttività registrata nel Paese, indispensabile per compensare il maggiore incremento del prezzo dei fattori di produzione: l'inflazione calcolata per un Paese riflette da un lato l'incremento dei prezzi dei fattori di produzione e, dall'altro lato, l'incremento della produttività di tali fattori. A fini illustrativi, un incremento del prezzo dei fattori di produzione dell'1,25% e un incremento della

---

<sup>11</sup> La Stochastic Frontier Analysis non è mai stata usata da alcun regolatore per imporre obiettivi di efficientamento nel settore degli aeroporti. In passato, alcuni regolatori europei – la Dublin Airport Authority in Irlanda e la Civil Aviation Authority nel Regno Unito – hanno determinato gli obiettivi di efficientamento attraverso analisi di benchmarking alternative alla Stochastic Frontier Analysis, utilizzando indicatori parziali di produttività, come ad esempio i costi operativi per unità di carico. Tale approccio è poi stato abbandonato a causa dei limiti della metodologia e della poca comparabilità dei dati. A tale proposito, appare rilevante quanto riportato nell'Explanatory Memorandum allegato al Dutch Aviation Act (che recepisce nell'ordinamento nazionale olandese la Direttiva 2009/12/CE), ove viene precisato che, nell'introdurre incentivi all'efficientamento per garantire la ragionevolezza delle tariffe aeroportuali, non è possibile effettuare una stima affidabile dei costi efficienti: "Since a reliable comparison with other airports in terms of cost efficiency is not feasible in practice, the airport operator will have to make the evolution of its own costs transparent." (Dutch Aviation Act, Explanatory Memorandum, § 3.)

<sup>12</sup> La SFA può condurre a risultati fortemente disomogenei per lo stesso gestore aeroportuale in base alle diverse specificazioni del modello utilizzato per la stima dei parametri, relative in particolare a: (i) Diverse specificazioni della funzione di costo; (ii) Diverse metodologie di stima statistico-econometriche; (iii) Diverse forme funzionali.

<sup>13</sup> Il livello di efficientamento si applica a tutti i costi di gestione: (i) costi del lavoro; (ii) costi di manutenzione ordinaria; e (iii) altri costi operativi. Solo una quota di tali costi è comprimibile per l'esistenza di vincoli fattuali, normativi e regolatori

<sup>14</sup> Ad esempio, Annika Reinhold et al. (2010) sconsigliano l'uso della Stochastic Frontier Analysis a fini regolatori: "La complessità del settore degli aeroporti e la disponibilità dei dati non consentono di verificare e stabilire l'attendibilità dei risultati, elemento necessario per la regolazione delle tariffe" Annika Reinhold et al. "An evaluation of yardstick regulation for European airports". Journal of Air Transport Management (2010).

produttività dello 0,5% determina un incremento dell'inflazione pari a 0,75% (pari a 1,25%-0,5%). Nell'esempio le imprese regolate devono incrementare la propria produttività dello 0,5% per potere sostenere aumenti dei prezzi dei fattori di produzione dell'1,25%, in considerazione del fatto che i costi operativi riconosciuti a fini tariffari aumentano solo dello 0,75%.

Le valutazioni derivanti dalla SFA ("metodologie *top down*") vengono pertanto abitualmente integrate con risultati di studi ingegneristici e modelli *Activity Based Cost* ("metodologie *bottom up*").<sup>15</sup>

Sottolineiamo, al riguardo, che i costi dei gestori aeroportuali sono classificabili in (i) costi incomprimibili per la maggiore parte, in quanto assunti in base a impegni regolatori e legislativi e che non possono essere efficientati; e (ii) costi comprimibili per la parte residua, di cui solo una parte è assoggettabile ad efficientamento.

La tabella 2 riporta una sintesi dell'analisi effettuata da ADR sui costi operativi per natura come riportati nella Contabilità Regulatoria certificata 2019. Nel 2019 – annualità rilevante ai fini della determinazione dei valori dell'Anno Base – circa il 30% dei costi operativi è efficientabile, mentre circa il 70% dei costi operativi è da considerare non comprimibile per vincoli contrattuali e/o di contratto di lavoro. Più in dettaglio non sono comprimibili, e quindi non efficientabili, il 67% dei costi operativi di ADR SpA; l'80% dei costi operativi di ADR Security; il 60% dei costi operativi di ADR Cleaning; e il 77% dei costi operativi di ADR Tel.

---

<sup>15</sup> A tale proposito, lo stesso ORR citato da ART evidenzia che: "[...]la nostra analisi ha dovuto affrontare alcune limitazioni che devono essere tenute in considerazione quando si considerano questi risultati. Tra questi vi sono le dimensioni ridotte del set di dati, la non disponibilità di dati per fattori di costo potenzialmente importanti; e l'impossibilità di aggiustare completamente le fluttuazioni annuali degli investimenti. Ciò significa che la nostra funzione di costo modellata potrebbe non riflettere esattamente la reale struttura dei costi." ORR (2018), PR18 Econometric top-down benchmarking of Network Rail - A report - July 2018, pag. 10. "[L'analisi statistica] ha fornito un utile controllo top-down sugli obiettivi di efficienza calcolati attraverso una valutazione più granulare, bottom-up, che va dalla valutazione dei piani aziendali di Network Rail, dei progetti e delle misure di miglioramento dell'efficienza, al benchmarking dei costi top-down utilizzando metodi statistici." "Utilizzeremo i risultati [dell'analisi statistica] per sostenere e verificare i risultati di altre analisi, compresi gli approcci bottom-up e le analisi più dettagliate delle criticità e delle efficienze." ORR (2018), PR18 Econometric top-down benchmarking of Network Rail - A report - July 2018, pag. 12. (enfasi aggiunta)

**TABELLA 2: COSTI OPERATIVI EFFICIENTABILI E NON EFFICIENTABILI DI ADR – 2019**

		ADR SPA	ADR SECURITY	AIR CLEANING	ADR TEL	TOTALE
<b>Costo del Personale</b>	<b>€'000</b>	<b>99.343</b>	<b>37.391</b>	<b>15.734</b>	<b>4.717</b>	<b>157.185</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	75%	78%	80%	97%	77%
<b>Manutenzioni Ordinarie</b>	<b>€'000</b>	<b>35.493</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>9.685</b>	<b>45.179</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	73%	n.a.	100%	69%	72%
<b>Utenze e riscaldamento</b>	<b>€'000</b>	<b>23.526</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>684</b>	<b>24.214</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	100%	0%	0%	100%	100%
<b>Prestazioni da terzi</b>	<b>€'000</b>	<b>13.878</b>	<b>5.341</b>	<b>310</b>	<b>3.714</b>	<b>23.243</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	37%	94%	0%	90%	58%
<b>Consulenze/Prestazioni Professionali</b>	<b>€'000</b>	<b>8.662</b>	<b>21</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>8.774</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	19%	10%	0%	0%	19%
<b>Materiali di Consumo</b>	<b>€'000</b>	<b>5.598</b>	<b>34</b>	<b>56</b>	<b>834</b>	<b>6.522</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Spese Generali</b>	<b>€'000</b>	<b>7.980</b>	<b>89</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>8.151</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	23%	37%	69%	0%	23%
<b>Assicurazioni</b>	<b>€'000</b>	<b>3.801</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3.801</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	100%	n.a.	n.a.	n.a.	100%
<b>Pulizie</b>	<b>€'000</b>	<b>3.221</b>	<b>0</b>	<b>4.567</b>	<b>0</b>	<b>7.788</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	0%	n.a.	0%	n.a.	0%
<b>Altri costi diretti</b>	<b>€'000</b>	<b>2.066</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.066</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	0%	n.a.	n.a.	n.a.	0%
<b>Noleggi/Canoni/Leasing</b>	<b>€'000</b>	<b>1.091</b>	<b>61</b>	<b>244</b>	<b>253</b>	<b>1.649</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	6%	5%	0%	15%	6%
<b>Saldo Prov. (Oneri) diversi</b>	<b>€'000</b>	<b>0</b>	<b>107</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>138</b>
<i>Non efficientabile</i>	%	n.a.	4%	22%	0%	7%
<b>Totale</b>	<b>€'000</b>	<b>204.659</b>	<b>43.047</b>	<b>21.022</b>	<b>19.984</b>	<b>288.711</b>
<i>Costi efficientabili</i>	€'000	68.354	8.714	8.359	4.660	90.088
<i>Costi non efficientabili</i>	€'000	136.304	34.333	12.663	15.324	198.623
<b>Percentuale costi non efficientabili</b>	%	<b>67%</b>	<b>80%</b>	<b>60%</b>	<b>77%</b>	<b>69%</b>

Fonte: ADR, Contabilità Regolatoria 2019.

L'incomprimibilità di circa il 70% dei costi individuati implica che il raggiungimento, ad esempio, di un efficientamento annuo dello 1,5% del totale dei costi operativi – valore medio delle stime SFA indicato nello Schema di Analisi di Impatto della Regolazione posto in consultazione – richiederebbe ad ADR nei fatti un efficientamento ben superiore dei costi operativi efficientabili, pari a circa il 4,8% all'anno.<sup>16</sup> L'efficientamento annuo dell'1,5% è calcolato in modo da conseguire una riduzione target dei costi operativi complessivi sui cinque anni del periodo

<sup>16</sup> L'efficientamento dell'1,5% calcolato sul 100% dei costi operativi richiede una riduzione di circa il 4,8% sui costi operativi efficientabili pari al 30% dei costi operativi totali:  $1,5\% \times 100 \times 100\% = 1,5$  e  $4,8\% \times 100 \times 30\% = 1,5$ .

tariffario del 7,7% circa. Questo efficientamento richiederebbe invece una riduzione complessiva dei costi operativi comprimibili su cinque anni pari a ben il 26,7% circa che richiederebbe di incidere in maniera significativa sui costi del personale con riorganizzazione profonda delle consistenze attuali.<sup>17 18</sup>

Si fa inoltre presente che è ampiamente riconosciuto che gli efficientamenti conseguibili sui costi operativi sono via via decrescenti nel tempo, fino ad azzerarsi. A tale riguardo e a fini illustrativi:

- ADR ha implementato azioni di contenimento ed ottimizzazione dei consumi energetici a Fiumicino che hanno prodotto una riduzione dei consumi energetici, espressi in kWh per passeggero e metro quadro di aerostazione, di circa il 52% fra 2009 e 2019 e di circa il 31% fra 2016 e 2019.
- Nei prossimi anni, ADR prevede di implementare ulteriori azioni che condurranno ad ulteriori riduzioni dei consumi energetici – marginali ove poste a confronto con le rilevanti ottimizzazioni già conseguite, ma comunque significative – di circa il 2% sul totale dei consumi.<sup>19</sup>
- L'incremento prevedibile delle fonti energetiche e delle materie prime per l'attuale crisi globale comporterà un aumento dei relativi costi operativi e richiederà ulteriore compressione dei costi operativi efficientabili.

Prevediamo forte pressione sui costi operativi per gli incrementi dei prezzi di energia, materie prime ed altri in corso nel 2022 come conseguenza degli impatti del conflitto in Ucraina e degli ulteriori incrementi di prezzo prevedibili per i prossimi anni. A fine illustrativo, evidenziamo che il costo dei consumi energetici è stato pari a € 23,3 milioni nel 2019, anno prima della pandemia, e che tale costo è destinato a crescere a € 33,9 milioni nel 2022 pur ancora in presenza di volumi di passeggeri circa del 35-40% inferiori rispetto al 2019. Per ADR il prezzo dell'elettricità è aumentato del 46%, da € 150/MWh nel 2019 a € 220/MWh nel 2022.

---

<sup>17</sup> La riduzione del 7,7% del 100% dei costi operativi complessivi richiede una riduzione di circa il 26,70% dei costi operativi efficientabili, che sono pari al 30% dei costi operativi complessivi

<sup>18</sup> Il 7,7% del 100% dei costi operativi è uguale a circa il 26,70% del 30% dei costi operativi, riconducibili ai costi operativi efficientabili.

<sup>19</sup> Conversione lampade LED torri faro landside; riqualificazione della centrale termofrigorifera dell'area Imbarchi E31-E44 a completamento del processo già avviato sui principali macchinari termofrigoriferi; intervento di sostituzione dell'impianto di condizionamento del Molo B.



Nel settore dell'energia – regolato dal 2000 – ARERA ha richiesto un efficientamento dei costi riconosciuti in tariffa delle imprese dell'elettricità e del gas regolate nei primi due periodi tariffari di quattro anni ciascuno. Poi, dopo circa un decennio dall'introduzione della regolazione *price cap*, ARERA non ha di fatto più richiesto ulteriori efficientamenti sui costi operativi perché ha riscontrato che, procedendo con l'efficientamento della gestione, i margini di ulteriore miglioramento erano diventati sempre più esigui.<sup>20</sup>

Riteniamo che la stima dei costi operativi efficienti con la metodologia statistica della SFA richieda particolari cautele nella concreta implementazione. In assenza di tali cautele si possono ottenere risultati teorici che potrebbero risultare non concretamente conseguibili ovvero capaci di recare conseguenze fortemente negative per gli aeroporti. Cautele nelle modalità implementative sono anche suggerite dal fatto che i regolatori aeroportuali, fino ad ora, non hanno utilizzato la SFA per calcolare i costi operativi riconosciuti a fini tariffari.

Nel caso specifico di ADR le stime dovrebbero essere adeguatamente specificate per tenere conto delle specificità dell'aeroporto di Fiumicino, che ha una struttura dei costi operativi differente dagli altri aeroporti italiani per la presenza di un elevato numero di passeggeri in transito e per gli elevati standard qualitativi richiesti in qualità di porta di accesso del paese. A nostro giudizio, il confronto non dovrebbe essere effettuato con gli aeroporti italiani che hanno una vocazione regionale, hanno una componente rilevante di compagnie *low cost* con connessione *point-to-point*, ma con gli altri *hub* europei più comparabili.

Per un gestore come ADR che ha internalizzato servizi prima esternalizzati quali la pulizia con ricadute virtuose in termini di qualità del servizio e che ha significativamente incrementato le manutenzioni rispetto al passato a beneficio delle compagnie aeree, una stima meramente teorica, non adeguatamente specificata, dei costi operativi ammessi a dinamica tariffaria condurrebbe ad una ingiustificata pressione sull'organico.

---

<sup>20</sup> Si vedano per la Trasmissione, Distribuzione di elettricità e Misura la delibera AEEG 348/07; per il Trasporto del Gas la delibera ARG/gas 184/09; per la Rigassificazione la delibera ARG/gas 92/08; per lo Stoccaggio la delibera ARG/gas 119/10. La Relazione Tecnica sui criteri di calcolo delle tariffe di rigassificazione dice che: "Nell'applicare il meccanismo del price-cap per l'aggiornamento in corso di periodo regolatorio dei costi operativi riconosciuti, l'Autorità ha modificato il criterio alla base della definizione del recupero di produttività applicato negli anni passati prevedendo che tale fattore debba essere determinato in modo da riassorbire il profit sharing riconosciuto alle imprese in un periodo di 8 anni, [...]in considerazione del fatto che, procedendo con l'efficientamento della gestione, i margini di ulteriore miglioramento diventano sempre più esigui" (enfasi aggiunta).

L'impatto dei potenziamenti conseguibili avrebbe inoltre ad oggetto una quota non particolarmente materiale dei costi riconosciuti ai fini tariffari (i costi operativi rappresentano circa il 45% dei costi riconosciuti, ove il complemento è riconducibile ai costi del capitale). L'impatto della riduzione della qualità del servizio sarebbe invece incalcolabile in termini di valore per gli utenti (passeggeri e compagnie aeree).

Alla luce delle evidenze prospettate, riteniamo che ART dovrebbe effettuare una consultazione specifica avente ad oggetto la metodologia di identificazione del parametro di efficientamento dei costi operativi degli aeroporti. La consultazione dovrebbe consentire ai gestori di replicare le metodologie e le stime dei recuperi di produttività effettuate con la SFA sulla base delle evidenze messe a disposizione, incluso il codice di programmazione con cui l'Autorità ha effettuato le stime. La consultazione potrà verificare, analogamente a quanto fatto da ARERA, che i margini di miglioramento della produttività diventano sempre più esigui e che i gestori aeroportuali, ed in particolare ADR, hanno efficientato i costi operativi nel primo decennio di regolazione tariffaria.

A tale proposito si evidenzia che, nel caso specifico delle autostrade, ART ha effettuato una consultazione specifica sugli ambiti ottimali di gestione delle tratte autostradali, nel cui ambito l'Autorità e i concessionari si sono confrontati sulle metodologie SFA e sulla stima della funzione di costo per il settore.<sup>21</sup> In tale contesto, come riconosciuto dalla stessa ART, i gestori autostradali hanno fornito contributi – sulla base delle proprie conoscenze specifiche – che hanno consentito all'Autorità di migliorare il modello di stima proposto in consultazione, individuando ulteriori fattori esplicativi e proponendo parametri anche diversi da quelli stimati da ART, che hanno meglio qualificato - pur con le limitazioni metodologiche insite nella SFA - gli obiettivi di efficientamento conseguibili.

Nelle more di una consultazione specifica sul metodo della SFA e del parametro di efficientamento, al fine di consentire la continuità del sistema tariffario e della regolazione, si propone all'Autorità di prevedere per i prossimi rinnovi tariffari un periodo di *interim* nel corso del quale i gestori abbiano facoltà di proporre in sede di consultazione con gli utenti il parametro di efficientamento in continuità con i modelli tariffari previgenti. Tale parametro dovrebbe essere di entità analoga all'efficientamento applicato nell'ultimo periodo tariffario.

---

<sup>21</sup> ART, delibera 70/2016.

#### 4. Elasticità dei costi operativi ai volumi di traffico

**Il punto 10.1.3 del documento di consultazione prevede che sia l'ART a stabilire il valore, costante nel periodo tariffario, del coefficiente di elasticità dei costi operativi al variare del traffico (espresso in WLU) secondo la metodologia della Stochastic Frontier Analysis e chiarisce che il modello tariffario finale approvato riporterà il valore del coefficiente di elasticità. Prevede, inoltre, in casi in cui il trend negativo del traffico sia riassorbibile nel breve periodo, ovvero in meno di dodici mesi, che l'elasticità sia posta pari a zero.**

L'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma di ADR individua un parametro di elasticità di riferimento specifico per le singole voci di costo: costo del lavoro escluso sicurezza; materiali di consumo; manutenzioni; pulizie; utenze; prestazioni di terzi; spese generali e godimento di beni e servizi.<sup>22</sup> Un approccio analogo è previsto dai modelli di regolazione approvati da ART nel 2014 e nel 2017.

Il documento di consultazione prevede il superamento degli otto coefficienti di elasticità specifici per le singole voci di costo adottati fino ad oggi, attraverso l'applicazione di un unico coefficiente di elasticità che si applica a tutti i costi operativi in funzione delle variazioni dei volumi di traffico espresso in WLU. ART prevede di individuare il parametro di elasticità unico che si applica a tutte le voci di costo sulla base della stessa metodologia Stochastic Frontier Analysis (SFA) utilizzata per il calcolo del parametro di efficientamento.

Si ritiene positiva la scelta dell'Autorità di individuare un unico parametro di elasticità, lasciando quindi al gestore la facoltà di scegliere in maniera autonoma la composizione dei costi operativi al variare dei volumi di traffico. Purtroppo, nello specifico del calcolo si devono sottolineare nuovamente gli aspetti critici aventi ad oggetto le metodologie di stima effettuate con la tecnica della SFA.

L'approccio individuato da ART propone di stimare le elasticità con la SFA ed è differente rispetto alle evidenze, ad esempio del Regno Unito nel settore aeroportuale. In questo caso regolatore (CAA) ed autorità Antitrust (CMA) hanno stimato le elasticità sulla base di: (i) regressioni lineari

---

<sup>22</sup> La formulazione individuata da ENAC e riportata nel Contratto di Programma soddisfa le prescrizioni dell'art. 17, comma 34-bis, del d.l. 78/2009 che – come già rappresentato – ha previsto che “Al fine di incentivare l'adeguamento delle infrastrutture di sistemi aeroportuali nazionali (...) nel caso in cui gli investimenti si fondino sull'utilizzo di capitali di mercato del gestore, ENAC è autorizzato a stipulare contratti di programma in deroga alla normativa vigente in materia, introducendo sistemi di tariffazione pluriennale che, tenendo conto dei livelli e degli standard europei, siano orientati ai costi delle infrastrutture e dei servizi (...) con modalità di aggiornamento valide per l'intera durata del rapporto”.

su dati aggiornati degli aeroporti del tipo Ordinary Least Square (OLS); e (ii) indicatori sintetici di performance dei fattori basati su misure totali e parziali di produttività (Total e Partial Factor Productivity, TFP e PFP).

L'analisi effettuata da ADR sui costi operativi per natura come riportati nella Contabilità Regolatoria certificata 2019, come già evidenziato, mostra che la gran parte dei costi operativi (circa il 70%) è da considerare non comprimibile per vincoli contrattuali e/o di contratto di lavoro e solo una residua parte dei costi operativi (circa il 30%) è efficientabile. L'elasticità dei costi operativi è da intendersi pari a zero, in conseguenza della pandemia non solo nei casi in cui il trend negativo del traffico è riassorbibile in meno di dodici mesi, ma fino a quando il traffico non raggiungerà i livelli pre-pandemia del 2019.

È pertanto auspicabile che l'Autorità conduca una consultazione *ad hoc* avente ad oggetto le modalità di stima dell'elasticità al fine di consentire agli aeroporti di comprenderne le effettive basi del calcolo e potere così proporre specificazioni ulteriori atte a mitigare le criticità della SFA.

- L'Autorità potrebbe individuare un intervallo di valori associati all'elasticità, anziché un valore puntuale unico, sulla base della volatilità delle stime effettuate in modo da mitigare gli impatti degli aspetti critici della SFA.
- Entro l'intervallo di valori proposto da ART, il gestore potrebbe poi individuare il valore dell'elasticità da applicare facendo poggiare la propria scelta su analisi dei costi che sono effettivamente efficientabili.

In considerazione della innovatività dell'approccio proposto, le incertezze implementative e l'impatto rilevante che l'elasticità ha sui costi operativi riconosciuti a fini tariffari, si potrebbe prevedere un periodo transitorio – in pendenza degli esiti della consultazione – in cui applicare un unico parametro di elasticità calcolato come media dei vigenti parametri di elasticità, ponderati per le singole voci di costo del singolo gestore. L'elasticità dovrebbe intendersi pari a zero, non solo nei casi in cui il trend negativo del traffico è riassorbibile in meno di dodici mesi, ma fino a quando il traffico non raggiungerà i livelli pre-pandemia del 2019.

## 5. Tasso di remunerazione del Capitale (WACC) e rischio inflazione

**Il paragrafo 10.5 del documento di consultazione riporta la metodologia di calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) in termini di tasso nominale pre-tax e tasso reale pre-tax. Il valore del WACC viene calcolato da ART e comunicato ai gestori con validità per l'intero periodo tariffario. I parametri del WACC sono riconducibili a: (i) variabili esogene che dipendono dalle dinamiche dei mercati nazionali ed internazionali; e (ii) variabili endogene che dipendono dal gestore o dall'insieme dei gestori considerati.**

In continuità con i precedenti modelli tariffari l'Autorità prevede la possibilità per il gestore di scegliere tra due modalità di valorizzazione degli asset: (i) a costo corrente indicizzato (CIN rivalutato); e (ii) a valore contabile netto (CIN contabile). Il tasso di remunerazione del capitale (WACC) è espresso in termini reali, al netto dell'inflazione, nel caso di CIN rivalutato e in termini nominali, inclusivi dell'inflazione, nel caso di CIN contabile.

Il Capitale Investito Netto ("CIN") viene rivalutato all'Anno Base di ciascun periodo tariffario con l'indice di rivalutazione degli Investimenti Fissi Lordi ("IFL"), in continuità con gli attuali modelli tariffari e l'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma ENAC-ADR. ART ha previsto di rivalutare il CIN all'interno del periodo tariffario per tutti e cinque gli anni del periodo tariffario con il tasso di inflazione programmata ultimo disponibile al momento della revisione tariffaria quinquennale. ART prevede anche di utilizzare questo stesso tasso di inflazione per calcolare il WACC reale pre-tax. ART, infine, non considera quanto previsto in Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma ENAC-ADR in materia di mitigazione degli effetti di variazione dell'inflazione all'interno di un periodo regolatorio.

La metodologia proposta di calcolo di CIN rivalutato e WACC reale, oltre a sostanzarsi in una forte discontinuità rispetto alla situazione attuale, non tiene conto delle mutate condizioni del contesto macroeconomico attuale che determinano incertezza e forte volatilità di inflazione e tassi di interesse.

In passato, Documento di Economia e Finanza (DEF) e suoi aggiornamenti, approvati periodicamente dal Governo, contenevano valori previsionali dell'inflazione programmata su orizzonti temporali pluriennali. Negli ultimi anni, le incertezze sulle previsioni hanno determinato un cambiamento di direzione e il DEF riporta la previsione del tasso di inflazione programmata solamente per l'anno a seguire. Inoltre, le serie storiche per inflazione programmata e indice IFL mostrano dinamiche fra loro differenti.

In proposito notiamo che:

- la metodologia proposta da ART si basa prevalentemente su dati storici risultando in tal modo in netta contro-tendenza rispetto alle decisioni recenti dei regolatori in Italia e all'estero che, per tenere conto di incertezze e volatilità dei parametri macroeconomici, hanno aggiornato le modalità di calcolo del Risk Free Rate e del costo del debito per il calcolo del WACC consentendo di tenere adeguatamente conto delle evoluzioni future di inflazione e tassi di interesse.
- la teoria economica e la prassi regolatoria affermano in maniera univoca che il CIN rivalutato deve esprimere il valore corrente degli asset (calcolo *backward-looking* che aggiorna il valore corrente degli asset per l'inflazione consuntivata/consuntivanda), mentre il WACC deve esprimere il tasso di rendimento prospettico chiesto dagli investitori (calcolo *forward-looking* poggianti sulle aspettative di mercato).

In considerazione di quanto sopra esposto, concludiamo che la metodologia proposta da ART poggianti su dati storici conduce ad un WACC (pre-tax) sia nominale che reale in forte riduzione rispetto a:

- valori di WACC adottati nel settore nei precedenti periodi regolatori
- le aspettative economiche per il prossimo periodo regolatorio degli investitori del settore
- valori di WACC riconosciuti nei settori dell'energia in Italia.

La Tabella 3 riporta un calcolo illustrativo del WACC reale effettuato con la metodologia prospettata nel documento di consultazione. Tale calcolo mostra che – ove calcolato per l'annualità in corso – il WACC reale pre-tax sarebbe inferiore all'1%.

**TABELLA 3: WACC CALCOLATO CON LA METODOLOGIA DEL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

Risk Free Rate	[1] Note	1.19%
Premio al debito	[2] Note	1.97%
Costo aggiuntivo emissione debito	[3] Note	0.00%
Costo del capitale di debito	[4] [1]+[2]+[3]	3.16%
Aliquota fiscale	[5] Note	28.82%
Tax shield	[6] Note	24.00%
Costo del capitale di debito pre-tax	[7] $[4] \times (1 - [6]) / (1 - [5])$	3.37%
Equity Risk Premium	[8] Note	6.01%
Gearing (D/(D+E))	[9] $1 / (1 + [10])$	0.33
Leva finanziaria (D/E)	[10] Note	0.49
Asset Beta	[11] Note	0.50
Equity Beta	[12] $[11] \times (1 + [10]) \times (1 - [6])$	0.69
Costo del capitale di rischio post-tax	[13] $[1] + ([8] \times [12])$	5.31%
Costo del capitale di rischio pre-tax	[14] $[13] / (1 - [5])$	7.46%
Wacc pre-tax nominale	[15] $[7] \times [9] + [14] \times (1 - [9])$	6.11%
Wacc post-tax nominale	[16] $[15] \times (1 - [5])$	4.35%
Tasso di inflazione	[17] Note	5.40%
<b>Wacc pre-tax reale</b>	<b>[18] <math>(1 + [15]) / (1 + [17]) - 1</math></b>	<b>0.68%</b>

Note:

[1]: Media dei rendimenti del BTP decennale sugli ultimi 12 mesi precedenti la consultazione (maggio 2021 - aprile 2022).

[2]: Differenza tra il costo del debito medio di settore, calcolato per i gestori aeroportuali italiani sopra 1 milione di passeggeri negli ultimi 5 anni (2016-2020) come rapporto tra oneri finanziari e indebitamento, e il RFR, entro il limite del 2%.

[3]: Assunto pari a 0%.

[5]: Pari alla somma delle aliquote IRES e IRAP.

[6]: Pari ad aliquota IRES corrente.

[8]: Determinato con metodologia ART pari al valore dalla Relazione Illustrativa ART alla Delibera n.80/2022.

[10]: Calcolata con metodologia ART pari alla media della leva finanziaria calcolata per i gestori aeroportuali italiani sopra 1 milione di passeggeri negli ultimi 5 anni (2016-2020) come rapporto tra indebitamento finanziario e patrimonio netto.

[11]: Beta raw giornaliero a 5 anni stimato sulla base del set dei comparabili indicato nella Relazione Illustrativa alla Delibera ART n. 80/2022.

[17]: Tasso di inflazione programmata riportato nel DEF 2022, p. 53 per il 2022-2026. Per i periodi regolatori successivi viene utilizzato il target di lungo periodo indicato dalla BCE.

La metodologia di calcolo del WACC presenta quindi rilevanti criticità sia di impostazione generale sia di implementazione delle stime dei parametri. Tali criticità determinano una ingiustificata riduzione dei tassi di remunerazione attualmente applicati ai gestori.

A seguire rappresentiamo valutazioni a supporto di quanto sopra sull'output del WACC discendente da applicazione della metodologia predisposta da ART e nei paragrafi successivi esaminiamo le criticità metodologiche riscontrate nella metodologia di calcolo del documento di consultazione e rappresentiamo le nostre proposte su: (i) Risk-free Rate; (ii) costo del debito; (iii) parametro Beta; (iv) gearing; e (v) stima del tasso di inflazione.

**Applicazione indistinta al settore nazionale** – In prima battuta, si nota che la metodologia ART è applicata in maniera uniforme a tutti i gestori nazionali e non prevede al momento meccanismi di salvaguardia che tengano conto delle specificità di ADR, già individuate nell'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma. Questo approccio, oltre a non essere coerente con l'attuale regolazione, si differenzia dalla prassi europea in materia. L'analisi delle decisioni dei regolatori europei del settore aeroportuale dimostra che i principali scali nazionali sono oggetto di specifica determinazione del WACC (e nel caso della CAA in UK, addirittura due WACC differenti per gli aeroporti di Heathrow e Gatwick), con la sola eccezione della Spagna, però giustificata dalla circostanza che a gestire gli scali aeroportuali del paese è una sola *holding company*.

L'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma di ADR – diversamente da quanto prospettato nel documento di consultazione – individua modalità puntuali dei parametri del WACC per il gestore e prevede correttivi aggiuntivi al costo del capitale di rischio, per tenere conto di fasi congiunturali sfavorevoli, di eventi contingenti del settore e del trasporto aereo italiano legate al maggiore vettore nazionale basato su Fiumicino, e della rilevanza e complessità del piano degli investimenti di ADR.

**Confronto con i WACC delle infrastrutture regolate da ARERA** – Facendo riferimento al settore dell'energia, i valori di WACC reale pre-tax determinati dall'Autorità di Regolazione delle Reti e dell'Ambiente (ARERA) a fine dicembre 2021 per il sottoperiodo regolatorio 2022-2024 sono compresi in un intervallo di valori tra il 5.0% ed il 6.1%. ARERA ha calcolato i WACC delle infrastrutture regolate dell'energia diversamente dal passato con una metodologia che



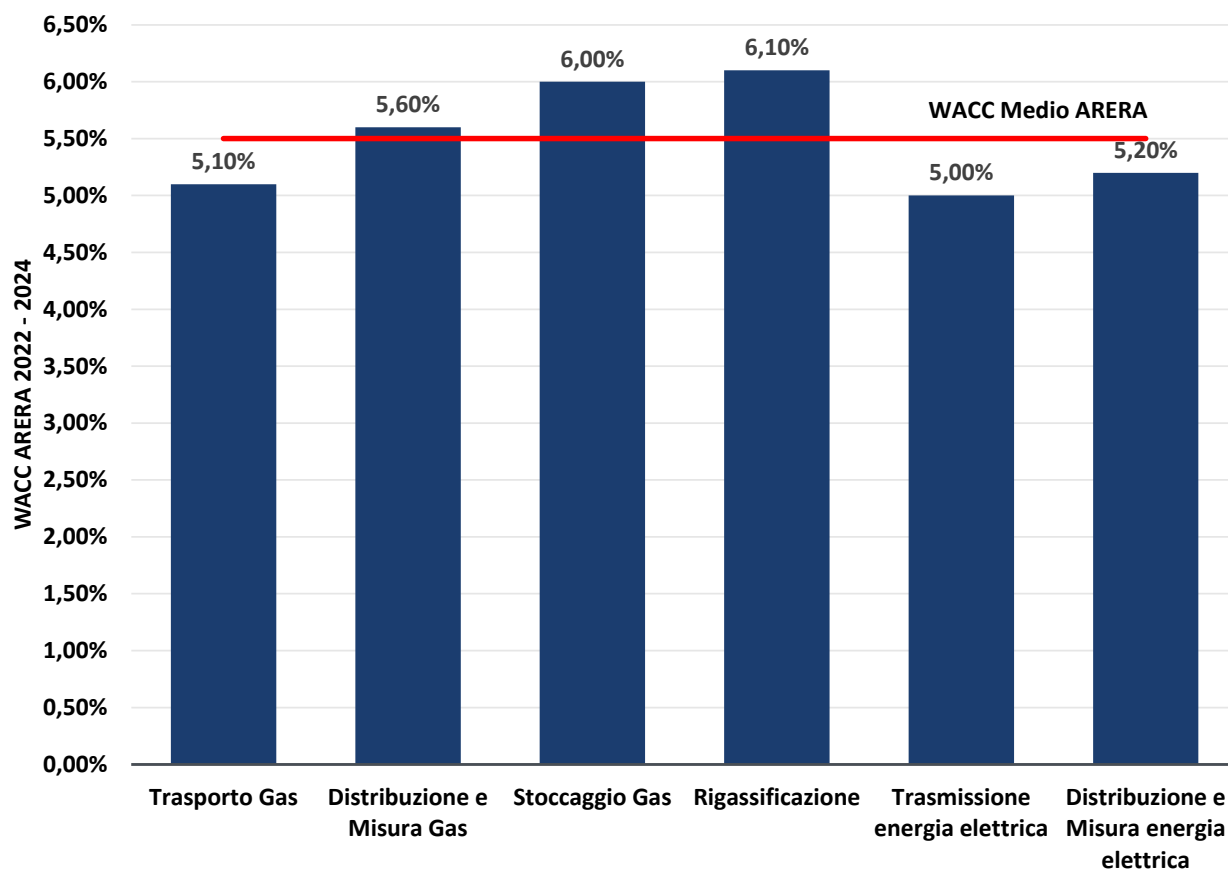
include valutazioni prospettiche, al fine di assicurare una adeguata remunerazione del capitale investito in termini reali *forward-looking*.<sup>23</sup>

La Figura 1 riporta i WACC reali pre-tax in vigore per il corrente periodo tariffario dei settori dell'elettricità e del gas e rilevanti per l'anno 2022. L'aggiornamento annuo – sulla base dei dati previsionali attuali – potrà determinare un incremento di circa 60 punti base di tutti i WACC. Il capitale investito (CIN rivalutato) viene espresso annualmente a costi correnti con l'ultimo indice IFL pubblicato, come sempre avvenuto nei settori regolati da ARERA.

I valori del WACC reale di ARERA rappresentano un *floor* conservativo per il WACC degli aeroporti perchè riflettono una minore rischiosità rispetto al settore aeroportuale. Le società regolate da ARERA non sono assoggettate al rischio volume, perchè recuperano nelle tariffe il 100% dei ricavi regolati anche nel caso di volumi effettivi inferiori ai volumi previsti.

---

<sup>23</sup> ARERA, delibera 614/2021/R/COM, "Tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2022-2027: criteri per la determinazione e l'aggiornamento". ARERA aggiorna annualmente il WACC, nel caso di scostamento di almeno 50 punti base rispetto al WACC in vigore.

**FIGURA 1 – WACC REALE PRE-TAX SETTORI REGOLATI DA ARERA**


Il WACC reale pre-tax dei gestori aeroportuali deve essere più elevato del 6,1%, incrementabile di 60 punti base nell’aggiornamento di ARERA previsto per il 2023, e pari quindi a 6,7% circa, calcolato da ARERA per la rigassificazione, in considerazione del fatto che gli aeroporti hanno una regolazione con esposizione al rischio traffico nell’ambito di ciascun periodo tariffario (fino a cinque anni), a differenza delle imprese regolate nel settore dell’energia.

#### *Risk Free Rate (nominale e reale)*

La delibera n. 80/2022 ART propone di calcolare il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Risk Free Rate* - RFR) come la media dei rendimenti giornalieri del BTP decennale, rilevati dalla Banca d’Italia, nei 12 mesi precedenti la data di calcolo delle variabili del WACC.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Delibera ART 80/2022, “Tutte le variabili per il calcolo del WACC sono calcolate con cadenza annuale dall’Autorità secondo i criteri esposti nel presente modello A e pubblicate sul sito web istituzionale dell’Autorità

Il *Risk Free Rate* utilizzato per il calcolo del WACC deve esprimere il tasso di rendimento delle attività prive di rischio ed è una misura *forward-looking*, in quanto rappresenta il rendimento atteso dagli investitori nel corso del periodo regolatorio.

La Figura 2 riporta la serie storica dei rendimenti spot del BTP dal 2011 ad oggi e i rendimenti *forward* fino al 2031. La media dei rendimenti degli ultimi 12 mesi, rilevanti ai fini del calcolo del WACC 2022 (maggio 2021-aprile 2022) è pari a 1,19%. Tale valore risulta fortemente negativo quando trasformato in termini reali utilizzando il tasso di inflazione programmata del Governo Italiano, previsto solo per il 2022 e pari a 5,4%. Il tasso di rendimento è negativo anche nel caso di conversione in termini reali utilizzando il tasso di inflazione di medio/lungo periodo rilevato sul mercato che si attesta in media su valori di circa 1,7%.<sup>25</sup>

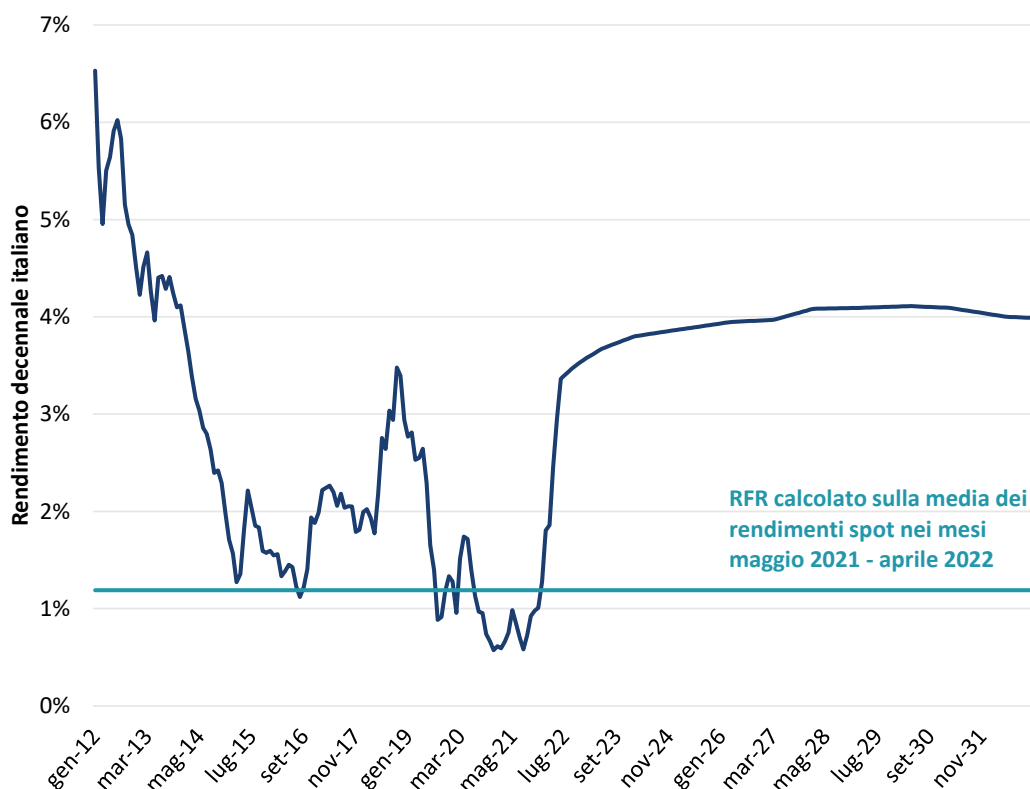
Il rendimento del BTP decennale *forward* rilevato sul mercato presenta un evidente trend in rialzo rispetto ai mesi passati, con tassi che sono attesi intorno al 4% nei prossimi anni. A supporto ulteriore della necessità di una correzione al rialzo del rendimento storico dei BTP, come previsto da ARERA da dicembre 2021, evidenziamo che a giugno 2022 il Governo ha emesso un nuovo BTP indicizzato all'inflazione, con una *maturity* di 8 anni, e rendimento reale minimo garantito pari a 1,6% all'anno.<sup>26</sup>

---

medesima entro il 31 maggio di ogni anno". Date le tempistiche tecniche di pubblicazione ed elaborazione dei dati, è ragionevole assumere che i dati sulla base dei quali verrà calcolato il WACC faranno riferimento a dati disponibili alla fine del mese di aprile dell'anno di riferimento.

<sup>25</sup> Abbiamo calcolato il tasso di inflazione di medio/lungo periodo, in linea con la metodologia di ARERA, con i tassi swap dell'inflazione italiana a dieci anni ultimi disponibili.

<sup>26</sup> [https://www.dt.mef.gov.it/it/news/2022/btp\\_italia\\_23062022.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/news/2022/btp_italia_23062022.html)

**FIGURA 2: RENDIMENTO STORICO E PROSPETTICO DEL BTP DECENNALE ITALIANO<sup>27</sup>**


Fonte: Elaborazione Brattle su dati Bloomberg.

Abbiamo condotto un'analisi di *benchmarking* della regolazione applicata ai principali gestori aeroportuali europei al fine di individuare le metodologie di calcolo del Risk-Free Rate utilizzate dai regolatori in Europa (Tabella 4). Dalle decisioni recenti che riguardano il settore aeroportuale in Europa, l'evidenza raccolta dimostra che i regolatori hanno utilizzato diverse metodologie per il calcolo del Risk-Free Rate, ma tutte assicurano un incremento del Risk-Free Rate rispetto ai rendimenti storici consuntivati sugli ultimi dodici mesi. In tre casi su quattro le stime del Risk-Free Rate si basano su una combinazione di dati storici e dati prospettici al fine di neutralizzare gli effetti distorsivi del contesto macroeconomico attuale, caratterizzato da forte volatilità. Per l'aeroporto di Parigi, il regolatore non ha utilizzato una stima prospettica dei rendimenti dei bond governativi, tuttavia ha utilizzato la media di cinque anni dei rendimenti del bond

<sup>27</sup> I dati riportati nella figura fanno riferimento ai dati storici dei rendimenti del BTP decennale per il periodo gennaio 2012-maggio 2022 e ai dati forward del BTP decennale scaricati da Bloomberg in data 8 giugno 2022.

decennale francese, neutralizzando in tale modo gli aspetti congiunturali al ribasso dei rendimenti degli ultimi 12 mesi.

**TABELLA 4: PRECEDENTI REGOLATORI NEL CALCOLO DEL RISK FREE RATE NEL SETTORE AEROPORTUALE**

Aeroporto		Anno	Periodo	Paese	Metodologia
AENA	[1]	2021	2022-2026	Spagna	Media negli ultimi 6 mesi precedenti la decisione del rendimento spot e forward a 5 anni del decennale spagnolo
Heathrow	[2]	2021	2022-2026	UK	Media negli ultimi 6 mesi precedenti la decisione del rendimenti spot di: (i) indici iBoxx con rating AAA e durata > 10 anni e (ii) bond governativi con durata 20 anni. Il RFR nominale viene convertito in termini reali usando stime di inflazione di lungo periodo, meno sensibili alla congiuntura di breve termine.
Dublino	[3]	2019	2020-2024	Irlanda	Somma di: (i) rendimento medio storico dei bond governativi irlandesi e tedeschi con durata 8-12 anni su diversi periodi temporali (1-5 anni) e (ii) una maggiorazione per tener conto dell’aumento atteso dei tassi nel periodo regolatorio derivato dai forward rates. Il RFR nominale viene convertito in termini reali con l’uso di stime di inflazione che tengono conto sia delle forecast della BCE che dell’inflazione implicita nei bond governativi tedeschi legati all’inflazione.
Aeroporti di Parigi	[4]	2020	2021-2025	Francia	Media negli ultimi 5 anni dei rendimenti del decennale francese

Note e fonti:

[1]: CNMC, STP/DTSP/013/21, 16 giugno 2021.

[2]: Economic regulation of Heathrow Airport Limited: H7 Initial Proposals. Section 2: Financial issues 2021, ottobre 2021.

[3]: Dublin Airport Cost of Capital for 2019 Determination Final Report, 30 settembre 2019.

[4]: Autorité des Régulation des Transports , Avis n° 2020-017 du 17 février 2020.

ARERA ha recentemente introdotto una nuova metodologia di calcolo del Risk Free Rate per tenere conto degli aspetti congiunturali del mercato e dell'evoluzione attesa dei tassi nel corso del periodo regolatorio.<sup>28</sup> A tal fine, ARERA ha previsto di scorporare il rischio paese dell'Italia, individuando come punto di partenza un tasso di rendimento, calcolato sui dati degli ultimi 12 mesi, dato dalla somma della media dei rendimenti delle obbligazioni di governo dei paesi con rating pari o superiore a AA e di un Country Risk Premium basato sulla differenza storica tra i tassi del Governo Italiano e i tassi delle obbligazioni del governo tedesco aventi stessa *maturity*.

<sup>28</sup> "Tale approccio, rispetto ad un approccio basato esclusivamente sui valori storici, risulta più correttamente in grado di intercettare le reali condizioni di finanziamento che gli operatori infrastrutturali si troveranno ad affrontare negli anni del periodo di regolazione", deliberazione 23 dicembre 2021, 614/2021/R/COM, Relazione Tecnica, p. 15 (enfasi aggiunta).

Ha poi corretto al rialzo il tasso di rendimento così calcolato, sommando tre parametri che tengono conto di valutazioni prospettiche:

- Convenience Premium: corregge al rialzo i rendimenti dei titoli di stato, rispetto alle obbligazioni societarie, per tenere conto del fatto che gli investitori sono disposti a pagare un premio di liquidità sui titoli di stato e li acquistano a sconto rispetto al rendimento effettivo di mercato. ARERA ha stimato un *convenience premium* pari a 1,00%.
- Forward Premium: misura l'aumento previsto dei tassi di interesse nei prossimi anni, ed è pari alla differenza tra il tasso di rendimento *forward* e il tasso di rendimento spot dei titoli di stato decennali, calcolato sulle evidenze delle curve dei tassi *forward* con scadenza a metà del periodo regolatorio. ARERA ha stimato un *forward premium* pari a 0,25%.
- Uncertainty Premium: riflette le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse e il rischio che i tassi di interesse crescano più rapidamente di quanto rappresentato dai tassi *forward*, con conseguenti potenziali problemi di finanziabilità. ARERA ha definito un *uncertainty premium* pari a 0,50%.

Abbiamo aggiornato il calcolo di ARERA del Risk-Free Rate nominale al fine di verificare il valore che sarebbe attualmente conseguibile in attuazione della metodologia, sulla base dei dati più recenti di mercato. La nostra analisi evidenzia che il Risk-Free Rate stimato sulla base della metodologia ARERA è pari a 3,00% in termini nominali.

La Figura 3 riporta il nostro calcolo del Risk-Free Rate sulla base della metodologia ARERA aggiornato ad aprile 2022 (colonna a sinistra del grafico) e lo confronta con il Risk-Free Rate calcolato a partire dalla media dei rendimenti del BTP decennale italiano calcolata sugli ultimi 12 mesi, in continuità con la metodologia proposta da ART, aggiustata per tenere conto dei premi definiti da ARERA che catturano le condizioni di maggiore incertezza e volatilità del mercato.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> In considerazione del fatto che ART a differenza di ARERA stima il Risk Free Rate a partire dai rendimenti del BTP decennale italiano che già riflette di per sé il Country Risk Premium, abbiamo ricalcolato il Convenience e l'Uncertainty Premium a partire dai rendimenti rilevanti per il mercato italiano. In particolare per il Convenience Premium abbiamo confrontato i rendimenti dei titoli del BTP decennale nel periodo gennaio 2014 - aprile 2022, con la media dei rendimenti delle imprese italiane che hanno titoli di debito quotati, e con un rating analogo a quello dell'Italia nel corso dello stesso periodo. Abbiamo utilizzato i rendimenti delle obbligazioni corporate italiane perché non sono disponibili indici iBoxx a livello italiano. Abbiamo analizzato 66 obbligazioni emesse nell'arco temporale 2014-2022 con maturità compresa fra 9 e 15 anni emesse da società non finanziarie, quali tra le altre A2A, 2i Rete Gas, Buzzi Unicem, Ferrovie dello Stato e Cassa Depositi e Prestiti, con rating equivalente a quello dello Stato italiano. Dall'analisi effettuata emerge che non c'è evidenza che i titoli decennali italiani

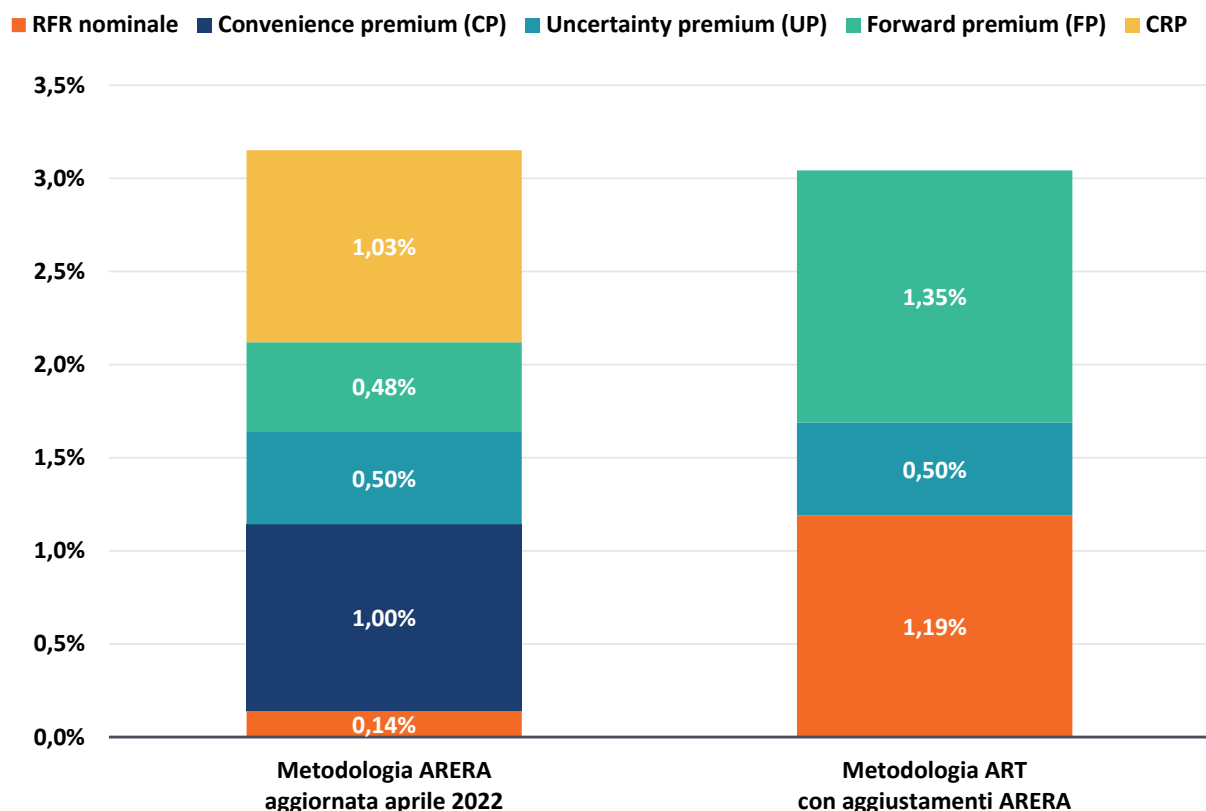
<sup>30</sup> Il Convenience Premium, calcolato come differenza dei rendimenti del BTP e delle obbligazioni *corporate* italiane con rating analogo, non risulta essere rilevante. L'Uncertainty e il Forward Premium sono pari rispettivamente a 0,50% e 1,35%.

Il Risk Free Rate nominale, calcolato sui rendimenti del BTP come previsto da ART e inclusivo delle correzioni al rialzo di ARERA, è pari a 3,00%, in linea con il Risk Free Rate nominale calcolato in modo puntuale con la metodologia ARERA.

---

beneficiano di un convenience premium rispetto a emissioni obbligazionarie corporate a pari rating. Pertanto il Convenience Premium calcolato a partire dai rendimenti dei titoli di stato italiani è posto pari a zero. Per quanto riguarda il Forward Premium, abbiamo confrontato il rendimento spot del BTP decennale dell'Italia ad aprile 2022 con il rendimento della curva forward del BTP decennale ad aprile 2024. Abbiamo preso a riferimento i rendimenti forward di aprile 2024 che corrispondono a due anni e mezzo dall'avvio del periodo regolatorio ipotizzato a gennaio 2022. ARERA indica di effettuare il calcolo a metà del periodo regolatorio che nel caso degli aeroporti è 2,5 anni. La nostra analisi evidenzia che le aspettative sui tassi di rendimento dei titoli di stato derivate dalle curve forward incorporano una crescita dei tassi rispetto ai rendimenti spot, in linea con quanto individuato da ARERA. Il Forward Premium calcolato sui dati aggiornati per l'Italia è pari a 1,35%, superiore rispetto al Forward Premium calcolato sui rendimenti dei titoli di Germania, Olanda, Belgio e Francia, pari a 0,33%. Infine, per quanto riguarda l'Uncertainty Premium, abbiamo considerato un valore analogo a quello considerato da ARERA pari a 0,5%, sulla base del fatto che il contesto di mercato non risulta variato rispetto alla decisione di ARERA di dicembre 2021 in termini di volatilità e incertezza, se non addirittura peggiorato.

<sup>30</sup> Il Risk Free Rate stimato su metodologia ARERA include il Country Risk Premium che non incorpora il Forward Premium incluso nel CRP.

**FIGURA 3: PROPOSTA DI CALCOLO DEL RFR IN LINEA CON METODOLOGIA ARERA**


Fonte: Elaborazione Brattle su dati Bloomberg e Banca d'Italia.

Sulla base di quanto sopra, si propone di calcolare il RFR dei gestori aeroportuali sommando al rendimento medio del BTP decennale negli ultimi 12 mesi (i) il Forward Premium e (ii) l'Uncertainty Premium; e (iii) il Convenience Premium, ove rilevante. L'analisi effettuata mostra che il RFR così calcolato è in linea con il RFR, aggiornato alla stessa data, con metodologia ARERA, che scorpora il rischio paese dell'Italia dando evidenza dei rendimenti dei titoli di stato dei paesi con rating pari o superiore a AA. Questa evidenza è coerente con il fatto che il Risk Free Rate non è un parametro specifico di settore ma dovrebbe dipendere solo dal contesto di mercato dove operano le imprese regolate. Il calcolo del RFR, se invece effettuato con una modalità più semplice che ne prevede la determinazione sui rendimenti del BTP decennale, deve poggiare sui rendimenti *forward* del BTP.

Le correzioni proposte per il calcolo del RFR nominale devono essere riflesse anche sul valore reale del RFR, in quanto il rendimento reale riflette le effettive aspettative di rendimento dell'investitore al netto dell'effetto dell'inflazione.



I calcoli riportati nella Tabella 5 mostrano che il RFR nominale, sia pur corretto con le componenti aggiuntive individuate da ARERA, risulta fortemente negativo in termini reali se convertito con l'inflazione programmata, prevista dal DEF, e non con il tasso di inflazione incorporato nei rendimenti del RFR.

**TABELLA 5: STIMA DEL RISK-FREE RATE REALE**

		WACC 2022-2026 [A]
RFR, nominale	[1] Note	1,19%
Convenience premium (CP)	[2] Note	0,00%
Uncertainty premium (UP)	[3] Note	0,50%
Forward premium (FP)	[4] Note	1,35%
RFR, nominale adjusted	[5] [1]+[2]+[3]+[4]	3,04%
Tasso d'inflazione programmata	[6] Note	5,40%
<b>RFR, reale</b>	<b>[7] <math>(1+[5])/(1+[6])-1</math></b>	<b>-2,24%</b>

Note:

[1]: Media su dati actual ultimi 12 mesi dei rendimenti del BTP decennale, periodo: maggio 2021-aprile 2022.

[2]: Calcolato con metodologia ARERA a partire dal confronto tra i rendimenti del BTP decennale e obbligazioni corporate Italia BBB: periodo 2014-2022.

[3]: Pari a Uncertainty Premium della metodologia ARERA.

[4]: Calcolato con metodologia ARERA sulla base della differenza tra la media dei rendimenti del tasso forward del BTP decennale di aprile 2024 e la media dei rendimenti actual del BTP decennale di aprile 2022.

[6]: Tasso di inflazione programmata riportato nel DEF 2022.

Da un punto di vista teorico, le giustificazioni a supporto di decisioni di investimento con un rendimento reale negativo si basano su ipotesi che non sono riscontrabili nella realtà dei fatti. Un recente studio commissionato dalle autorità di regolamentazione del Regno Unito sostiene che

*“un RFR negativo (reale) è relativamente raro; ma non è irrazionale ed è coerente con un modello decisionale standard”*, lo studio evidenzia che un Risk Free Rate reale negativo è possibile se, in equilibrio, si prevede un declino stabile dei consumi.<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Stephen Wright, Phil Burns, Robin Mason, Derry Pickford, Aon Hewitt, “Estimating the cost of capital for implementation of price controls by UK Regulators: An update on Mason, Miles and Wright (2003)” (2018).

Tuttavia, non siamo a conoscenza di evidenze empiriche che suggeriscano un declino costante dei consumi, e che giustifichino quindi le ipotesi utilizzate nello studio. Piuttosto, i tassi di rendimento negativi che osserviamo oggi sono il mero risultato dei programmi di Quantitative Easing e dell'impossibilità per gli investitori di ottenere prestiti al tasso privo di rischio illimitatamente e senza costi di transazione.<sup>32</sup>

Riteniamo, pertanto, che ART dovrebbe adottare il tasso di inflazione coerente con l'inflazione sottesa nei tassi di interesse delle attività prive di rischio, anziché utilizzare il tasso di inflazione programmata, peraltro individuato per un solo anno, che restituisce un valore di RFR reali non realistico e non riscontrabile nella realtà.

### *Costo del Debito*

ART propone di calcolare il costo del debito nominale come somma del RFR nominale e del premio al debito. Quest'ultimo viene calcolato per differenza tra (i) la media nell'ultimo quinquennio del costo del debito da bilancio degli aeroporti nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno degli ultimi 5 anni e (ii) il RFR. Il premio al debito non può in ogni caso superare il 2%.

Abbiamo effettuato un'analisi di *benchmarking* delle metodologie utilizzate dai regolatori all'estero per calcolare il costo del debito (Tabella 6). L'analisi che abbiamo effettuato sugli aeroporti di Heathrow, Dublino, Parigi ed AENA evidenzia che l'uso di dati prospettici nel calcolo del costo del debito è una prassi ampiamente adottata. In Regno Unito e in Irlanda il costo del debito viene calcolato come media ponderata tra il costo del debito esistente e il costo del debito nuovo, quest'ultimo calcolato sulla base dei rendimenti spot degli indici iBoxx al momento del calcolo del WACC. In Spagna e Francia si considera invece il costo del debito prospettico risultante dalle previsioni di bilancio del gestore aeroportuale per il periodo regolatorio considerato.

---

<sup>32</sup> Tassi estremamente bassi o addirittura negativi dovrebbero infatti attirare sempre più consumatori a prendere in prestito e anticipare i consumi. Tuttavia, non tutti i consumatori sono "risk-free borrowers". Ad esempio, i giovani consumatori non possono prendere in prestito al tasso privo di rischio per acquistare una casa se non sono creditworthy.

**TABELLA 6: PRECEDENTI REGOLATORI NEL CALCOLO DEL COSTO DEL DEBITO NEL SETTORE AEROPORTUALE**

Aeroporto		Anno	Periodo	Paese	Metodologia
AENA	[1]	2021	2022-2026	Spagna	Media del costo del debito finanziario di AENA previsto da bilancio per gli anni del periodo regolatorio considerato
Heathrow	[2]	2021	2022-2026	UK	Media ponderata di: (i) costo del debito esistente, calcolato su medie di lungo periodo dei rendimenti di indici iBoxx non finanziari con rating elevato e di durata > 10 anni e (ii) costo del debito nuovo, calcolato sui rendimenti medi spot di indici iBoxx non finanziari con rating elevato e di durata > 10 anni.
Dublino	[3]	2019	2020-2024	Irlanda	Media ponderata di: (i) costo del debito esistente, pari al costo effettivo del debito esistente e (ii) costo del debito nuovo, calcolato come media dei rendimenti degli indici iBoxx non finanziari con rating BBB e durata 7-10 e 10+ anni.
Aeroporti di Parigi	[4]	2020	2021-2025	Francia	Media di: (i) costo del debito effettivo risultante dalle previsioni di bilancio per il periodo regolatorio considerato e (ii) costo del debito storico di mercato, calcolato a partire dai rendimenti medi negli ultimi 5 anni degli indici iBoxx non finanziari con rating A-AA e durata > 10 anni

Note e fonti:

[1]: CNMC, STP/DTSP/013/21, 16 giugno 2021.

[2]: Economic regulation of Heathrow Airport Limited: H7 Initial Proposals. Section 2: Financial issues 2021, ottobre 2021.

[3]: Dublin Airport Cost of Capital for 2019 Determination Final Report, 30 settembre 2019.

[4]: Autorité des Régulation des Transports , Avis n° 2020-017 du 17 février 2020.

La stessa metodologia di calcolo su dati *forward* di mercato è stata recentemente introdotta da ARERA, che calcola il costo del debito come media ponderata del costo del debito esistente e del costo del debito nuovo, pari ai rendimenti spot dell'indice iBoxx.

ART non prevede in maniera esplicita nessun costo aggiuntivo di emissione nel calcolo del costo del debito. Tale assunzione è in controtendenza rispetto alle effettive condizioni di indebitamento del gestore e alla prassi degli altri regolatori in Europa (CAA – Regno Unito, CAR – Irlanda, ARERA – Italia).<sup>33</sup> L'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma di ADR prevede all'art. 39, comma 3, una maggiorazione per oneri accessori, imposte e spese amministrative nel limite dello 0,30%.

<sup>33</sup> Nel Regno Unito la componente relativa al costo aggiuntivo di emissione del debito è pari a 10 bps. Civil Aviation Authority, "Economic regulation of Heathrow Airport Limited: H7 Initial Proposals. Section 2: Financial issues 2021", ottobre 2021.

In Irlanda la componente relativa al costo aggiuntivo di emissione del debito è pari a 10 bps. Commission for Aviation Regulation, "Dublin Airport Cost of Capital for 2019 Determination Final Report", 30 settembre 2019.

In Italia la componente relativa al costo aggiuntivo di emissione del debito definita da ARERA è pari a 25 bps. ARERA, delibera 614/2021/R/COM.

Si ritiene che ART, in linea con l'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma e i Modelli Tariffari vigenti, dovrebbe confermare esplicitamente il riconoscimento degli oneri accessori legati alla accensione del debito/emissione obbligazioni (spese bancarie, legali, amministrative, ecc) e degli eventuali costi accessori connessi alla copertura assicurativa sul rischio di oscillazione dei tassi. Il costo del debito dovrebbe essere calcolato come media ponderata del costo del debito esistente e del costo del debito nuovo a cui viene sommata una componente a copertura dei costi di emissione del debito in linea con le evidenze nazionali e internazionali riportate nella Tabella:

- Il costo del debito esistente è posto pari alla media degli ultimi 5 anni (2016-2020) del costo del debito da bilancio (rapporto tra oneri finanziari e indebitamento finanziario) dei gestori aeroportuali nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui.
- Il costo del debito nuovo è stimato sulla base del rendimento medio dell'indice iBoxx BBB delle obbligazioni non finanziarie di durata 7-10 e 10+. Il rating del proprio paese influenza fortemente il rating delle imprese regolate. Poiché il rating del debito sovrano italiano è attualmente BBB, riteniamo che debbano essere considerati nel calcolo del costo del debito i rendimenti iBoxx con rating BBB.
- In linea con ARERA, proponiamo di attribuire un peso dell'85% al debito esistente e del 15% al debito di nuova emissione, coerente con una stima di rifinanziamento del 10% del debito all'anno.

L'approccio prospettato tiene conto del fatto che (i) una parte rilevante del debito è già stata assunta a condizioni competitive di mercato ed è vincolante per la rilevanza degli eventuali costi di estinzione anticipata, e (ii) una parte residua viene sottoscritta durante il nuovo periodo tariffario. La componente a copertura dei costi di emissione del debito riflette le *financing fee* e le altre poste che le società devono versare agli intermediari quando emettono nuovo debito. Generalmente tali ammontari vanno da un minimo del 2% fino a oltre il 5% dell'importo finanziato. Assumendo una *maturity* media di 10 anni, questi costi corrispondono a costi annuali non attualizzati fino a oltre lo 0,5% annuo. Considerando che questi ammontari sono pagati *upfront*, i costi di transazione sono compresi nell'intervallo 0,30%-0,50%. L'ulteriore componente a copertura dei costi di transazione proposta è quindi pari a 0,25% in linea con quanto indicato da ARERA.

La tabella 7 riporta la nostra stima rivista del costo del debito calcolata con la metodologia proposta. Il RFR, coerentemente con l'approccio *forward-looking* adottato da ARERA, è inclusivo delle maggiorazioni proposte.

**TABELLA 7: CALCOLO DEL COSTO DEL DEBITO PROPOSTO**

Costo del debito esistente	[1]	Note	3,16%
Costo del nuovo debito	[2]	Note	2,81%
Peso del debito esistente	[3]	Note	85,00%
Peso del nuovo debito	[4]	Note	15,00%
Costo del capitale di debito	[5]	$[1] \times [3] + [2] \times [4]$	3,11%
Costo di emissione debito	[6]	Note	0,25%
Costo del capitale di debito	[7]	$[5] + [6]$	3,36%

[1]: Calcolato con metodologia ART pari alla media del costo del debito da bilancio dei gestori aeroportuali sopra 1 milione di passeggeri, calcolato come rapporto tra oneri finanziari e indebitamento finanziario (periodo 2016-2020).

[2]: Determinato con metodologia ARERA pari al valore spot dell'indice iBoxx non-financial BBB di fine aprile 2022.

[3],[4]: Pesi determinati in linea con la metodologia ARERA.

[6]: Assunto pari a 0,25% in linea con la metodologia ARERA.

Evidenziamo, inoltre, che ARERA ha previsto una clausola di salvaguardia sul costo del debito, riconoscendo nel costo del debito una quota parte del costo del debito già considerato nel calcolo del WACC del periodo tariffario precedente. Proponiamo che ART consideri anch'essa una analoga clausola di salvaguardia all'interno di un periodo transitorio durante il quale dovrebbe prevedere il riconoscimento del costo effettivo del gestore e del costo di nuova emissione del debito, con riduzione progressiva del peso attribuito al costo effettivo rispetto a quello del nuovo debito.

Con riferimento al premio al debito, nei Modelli Tariffari del 2017 l'Autorità aveva previsto il limite massimo di 2 punti percentuali, riservandosi di avviare verifiche sulle condizioni di accesso al credito delle concessionarie. Questo limite massimo era stato individuato storicamente dal CIPE in un contesto amministrativo e in assenza di una piena applicazione del principio di orientamento al costo.

Al riguardo è opportuno evidenziare che, in generale, il principio di orientamento al costo richiede esclusivamente la verifica del fatto che il debito sia emesso a condizioni competitive di mercato, tenuto conto del profilo di rischio e del *rating* – implicito o esplicito – dell'impresa

regolata. La previsione di un *cap* che fissa un limite al riconoscimento dei costi del debito assunto a condizioni competitive di mercato comporta per gli investitori un rischio regolatorio, ulteriore rispetto ai rischi propri della regolazione *price-cap*, in particolare tenuto conto dell'approccio metodologico previsto nel documento di consultazione, secondo cui il costo del debito è calcolato come costo medio dei gestori aeroportuali consuntivato sugli ultimi cinque anni e non come costo del singolo gestore su orizzonte temporale più ridotto o – ancor più tutelante per l'investitore – *forward-looking*.

Peraltro, tenuto conto delle significative oscillazioni che ragionevolmente caratterizzeranno i mercati finanziari nei prossimi anni, la previsione di un *cap* al costo del debito pari al 2% sul tasso di interesse privo di rischio potrebbe risultare eccessivamente vincolante per i gestori. Non è possibile escludere, infatti, che in futuro mutate condizioni di mercato impongano un costo efficiente di finanziamento tramite indebitamento superiore al tasso di interesse privo di rischio più il 2%.

Per quanto sopra esposto, riteniamo che l'imposizione di un *cap* non sia opportuna perché la metodologia proposta, integrata con l'inclusione anche del costo del debito prospettico, conduce ad utilizzare un costo del debito assunto a condizioni competitive di mercato. Precisiamo, comunque, che il *cap* del 2% dovrebbe essere calcolato sul RFR *forward-looking* individuato con modalità analoghe a come prospettato ora da ARERA.

#### *Parametro Beta*

ART propone di stimare l'Asset beta su un campione di *comparables* internazionali composto dai 6 aeroporti europei a maggior capitalizzazione (Parigi, Francoforte, Zurigo, AENA, Copenaghen e Vienna) e dai 2 gestori nazionali quotati (Bologna e Toscana Aeroporti) applicando la seguente metodologia:

- Equity beta *raw* osservati su un orizzonte di 5 anni e calcolati per gli aeroporti inclusi nel gruppo di *comparable* su dati giornalieri rispetto all'indice europeo di riferimento Stoxx600 (orizzonte temporale maggio 2017-aprile 2022);
- *Delevering* dell'Equity beta dei *peer* in Asset beta utilizzando valori di libro di leva finanziaria (D/E);
- *Relevering* dell'Asset beta medio dei *comparable* al *gearing* nozionale di settore calcolato sui dati di bilancio dei gestori nazionali sopra il milione di passeggeri.

La Tabella 8 riporta:

- il campione completo utilizzato da ART – ivi inclusi gli aeroporti che sono stati esclusi dalle analisi da parte dell’Autorità (Malta e Belgrado)
- il regime regolatorio di ciascun aeroporto
- i dati utilizzati da ART per il calcolo dell’asset beta medio di settore, pari a 0,50.

**TABELLA 8: BETA CAMPIONE ART**

Aeroporto	Regime regolatorio	Capitalizzazione di mercato	D/E	Equity Beta	Tax Rate	Asset Beta
		[A] USD ART	[B] %	[C] ART	[D] %	[E] Note
Aena SME SA	Dual Till	[1] 21.911.368.096	138,3%	1,01	23,5%	0,49
Aéroports de Paris SA	Adjusted Dual Till	[2] 14.550.264.781	242,5%	1,14	33,4%	0,44
Copenhagen Airports A/S	Dual Till	[3] 7.794.621.169	327,6%	0,30	21,4%	0,08
Flughafen Zuerich AG	Hybrid Till	[4] 5.285.450.253	77,4%	0,88	20,0%	0,54
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	Dual Till	[5] 5.127.932.393	262,3%	1,46	23,8%	0,49
Flughafen Wien AG	Dual Till	[6] 2.424.901.311	25,3%	0,83	26,9%	0,70
Malta International Airport PLC	Dual Till	[7] 506.879.771	42,0%	1,15	35,7%	0,91
Aerodrom Nikola Tesla ad Beograd	n.a.	[8] 485.299.901	0,0%	1,94	15,7%	1,94
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna SpA	Dual Till	[9] 311.908.066	45,3%	1,32	28,2%	1,00
Toscana Aeroporti SpA	Dual Till	[10] 250.472.406	145,6%	0,50	33,0%	0,25
<b>Media</b>		<b>[11]</b>				<b>0,50</b>

Note:

ART calcola il beta considerando le 6 società a maggiore capitalizzazione e le due società italiane. Sono esclusi gli aeroporti di Malta e Belgrado.

[B]: Calcolato su valori di bilancio di debito e equity.

[E]:  $[C]/(1+[B] \times (1-[D]))$ .

Sullo stesso orizzonte temporale della stima del beta, abbiamo effettuato i test di liquidità standard sulle società quotate utilizzate da ART. I test di liquidità sono determinanti per ottenere una corretta stima del beta, in quanto le azioni illiquide tendono a sottostimare il vero beta di settore.<sup>34</sup> Nello specifico i test che abbiamo analizzato sono:

- **Trading days:** Il test viene eseguito misurando il numero di giorni in cui il titolo di ciascuna società è scambiato, rispetto ai giorni di apertura del relativo mercato di riferimento (l'Euro Stoxx600). La frequenza di scambio del titolo ne indica la liquidità. La soglia minima per determinare che il titolo è liquido è pari a 90%;
- **Bid-ask spread:** Misura la differenza media (in percentuale rispetto al prezzo del titolo) fra il prezzo bid e il prezzo ask in ciascun giorno. Più è alta la differenza, meno il titolo è

<sup>34</sup> Per capire perché questo è vero, si consideri ad esempio un'azienda con un beta pari a 1, tale che il valore di mercato dell'azienda si muova esattamente in linea con il mercato. Supponiamo ora che le azioni dell'azienda siano negoziate solo a giorni alterni. In questo caso, il prezzo effettivo delle azioni dell'azienda reagirà alle notizie solo il giorno successivo alla reazione del mercato. Questo darà l'impressione che il valore dell'azienda non sia ben correlato con il mercato e il beta apparirà inferiore a uno. L'utilizzo dei rendimenti settimanali per calcolare il beta attenua questo problema, poiché è più probabile che le azioni dell'azienda vengano scambiate durante la settimana. Tuttavia, l'utilizzo dei rendimenti settimanali presenta altri svantaggi, come quello di fornire l'80% in meno di punti dati in un determinato periodo.

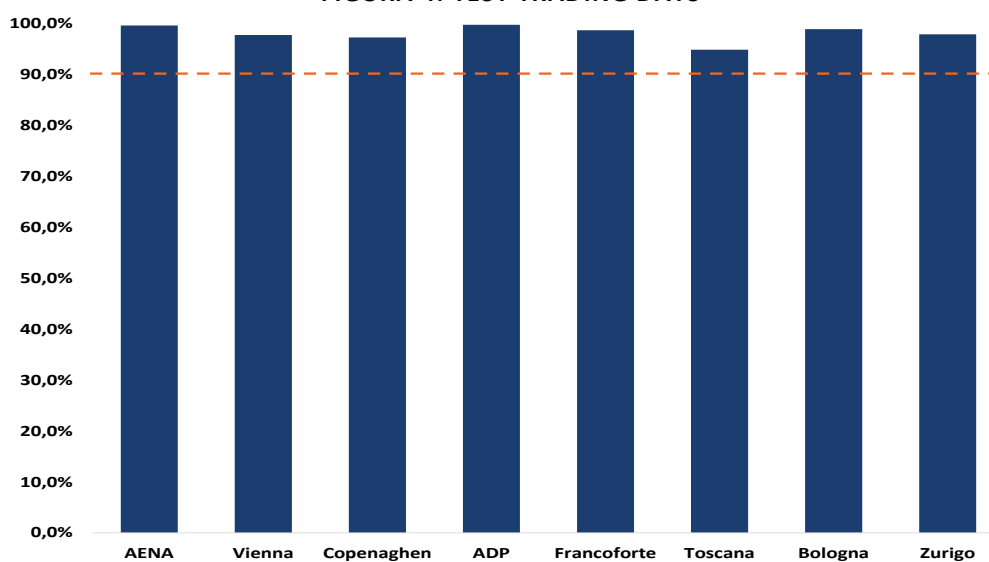
liquido. Una soglia comunemente usata per questo test è pari a 1%, anche se nella pratica la maggior parte dei titoli liquidi presenta spread molto contenuti (nel range 0,0% - 0,2%);

- Turnover: misura la percentuale del valore totale dell'equity scambiata in media in ciascun giorno di mercato. Un valore più elevato di scambi indica maggior liquidità del titolo. Non ci sono soglie fisse applicate per questo test, quanto piuttosto una valutazione relativa rispetto al paniere di titoli analizzati.

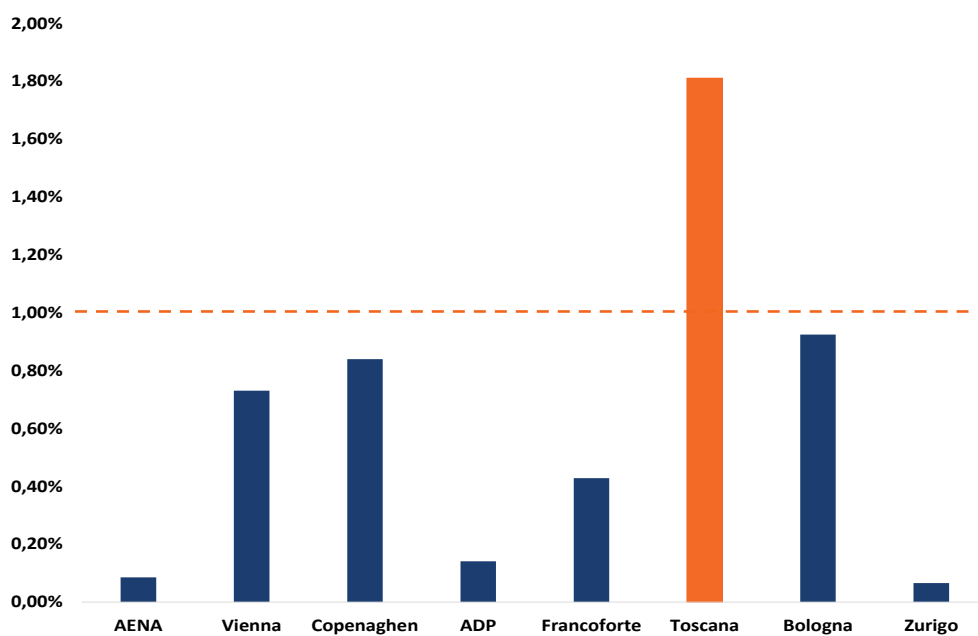
I risultati dei test sono riportati in tabelle a seguire. Gli aeroporti inclusi da ART nel campione per la stima del beta superano il test di liquidità basato sul numero di giorni di scambio (figura 4). Il test *bid-ask* è superato da tutti gli aeroporti, tranne Toscana (figura 5). Infine, l'ultimo test basato sul volume degli scambi borsistici porta ad escludere anche Bologna, Vienna, e Copenaghen (figura 6).

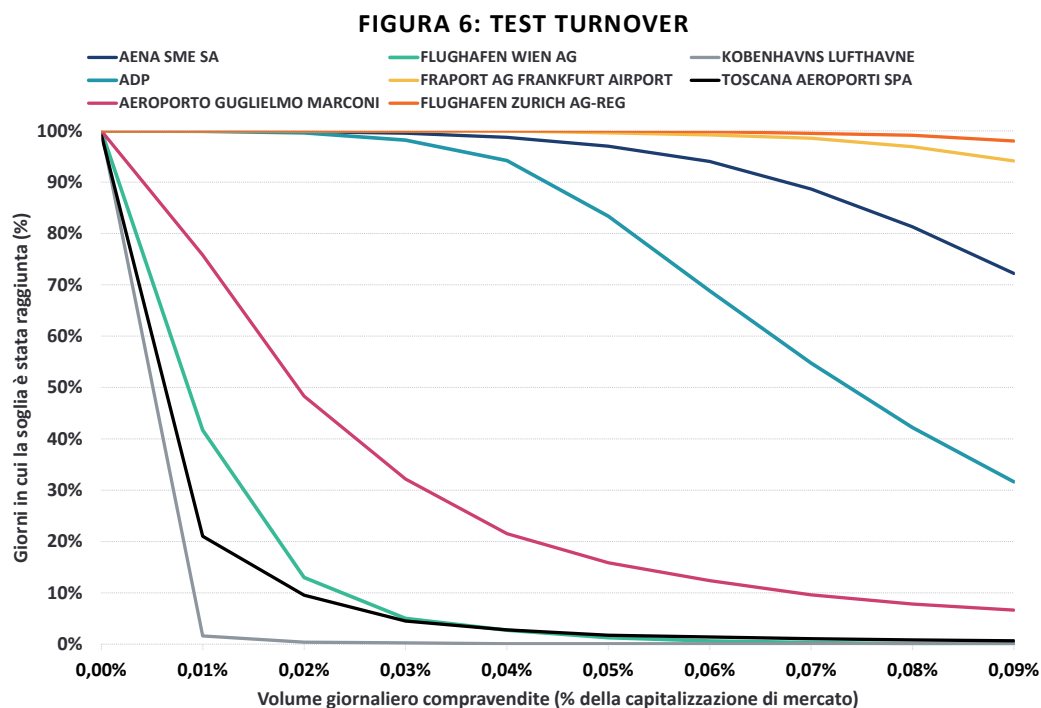


**FIGURA 4: TEST TRADING DAYS**



**FIGURA 5: TEST BID-ASK SPREAD**





Per trasformare i beta di mercato da equity ad asset beta, ART utilizza la formula di Modigliani-Miller e la leva finanziaria misurata sui valori di libro di equity e debito, anzichè sui valori di mercato. La trasformazione da equity ad asset beta (*unlevering* o *delevering*) serve a neutralizzare l'effetto della leva finanziaria di ciascuna società sul rischio percepito dagli investitori riflesso nel parametro beta. La trasformazione corretta che tiene conto delle informazioni note agli investitori si basa sui valori di mercato dell'equity e del debito e non sui valori di libro. I regolatori degli aeroporti all'estero utilizzano la leva finanziaria corretta calcolata sui valori di mercato, tranne in Francia dove il regolatore per l'aeroporto di Parigi utilizza i valori di libro di equity e debito (Tabella 9).

**TABELLA 9: PRECEDENTI REGOLATORI NEL CALCOLO DEL BETA NEL SETTORE AEROPORTUALE**

Aeroporto		Anno	Periodo	Paese	Metodologia unlevering/relevering	Campione
AENA	[1]	2021	2022-2026	Spagna	Debito: debito netto a breve e lungo termine da bilancio Equity: capitalizzazione di mercato	Parigi, Zurigo, Francoforte, Vienna
Heathrow	[2]	2021	2022-2026	UK	Debito: debito netto da bilancio (unlevering e relevering) Equity: capitalizzazione di mercato (unlevering), RAB (relevering)	AENA, Parigi, Zurigo, Francoforte, Vienna e Sydney
Dublino	[3]	2019	2020-2024	Irlanda	Debito: debito netto da bilancio Equity: capitalizzazione di mercato	AENA, Parigi, Auckland, Copenaghen, Zurigo, Francoforte, Sydney, Istanbul, Vienna
Aeroporti di Parigi	[4]	2020	2021-2025	Francia	Debito: debito netto da bilancio Equity: patrimonio netto da bilancio	Parigi, AENA, Copenaghen, Francoforte, Zurigo, Vienna

Note e fonti:

[1]: CNMC, STP/DTSP/013/21, 16 giugno 2021.

[2]: Economic regulation of Heathrow Airport Limited: H7 Initial Proposals. Section 2: Financial issues 2021, ottobre 2021.

[3]: Dublin Airport Cost of Capital for 2019 Determination Final Report, 30 settembre 2019.

[4]: Autorité des Régulation des Transports , Avis n° 2020-017 du 17 février 2020.

Il rapporto tra valore del Debito e valore dell'Equity (D/E) assume un ruolo fondamentale nella formula di conversione dell'Equity beta in Asset beta. A tale riguardo evidenziamo che l'approccio metodologico individuato dagli studi accademici è di utilizzare il valore di mercato del debito e dell'*equity*. La soluzione pratica è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'*equity* che di solito è differente dal suo valore contabile.

Ad esempio, il Prof. Stewart C. Myers, Principal Emeritus di Brattle, nella più recente edizione del libro "Corporate Finance" scritto con i Prof. Richard A. Brealey e Franklin Allen, illustra le motivazioni alla base della scelta del valore di mercato.<sup>35</sup> I valori contabili rappresentano un valore originale o "storico", che non necessariamente coincide con il valore "attuale" di una società, determinato dalla capacità della società di generare flussi di cassa e rispecchiato nel valore della capitalizzazione di mercato. Altre indicazioni a supporto dell'utilizzo del valore di

<sup>35</sup> Stewart C. Myers è il Robert C. Merton (1970) Professor of Financial Economics presso MIT Sloan School of Management; Richard A. Brealey è Professore Emerito di Finanza presso la London Business School; Franklin Allen è Professore di Finanza e Economia presso l'Imperial College London.

mercato si possono trovare, ad esempio, in testi di finanza scritti da Berk & De Marzo, Taggart e Hamada.<sup>36</sup>

Proponiamo ad ART di calcolare l'asset beta sui valori del beta equity delle società che superano i test di liquidità (Parigi, AENA, Francoforte, e Zurigo); e con la leva finanziaria calcolata sui valori di mercato, anziché di libro, dell'equity. Il calcolo così effettuato porta ad un valore di Asset beta pari a 0,75 (Tabella 10).

**TABELLA 10: ASSET BETA DELIBERA ART 80/2022 VS STIMA BRATTLE**

		Stima ART				Stima Brattle			
		Gearing	Equity Beta	Tax Rate	Asset Beta	Gearing	Equity Beta	Tax Rate	Asset Beta
		[A]	[B]	[C]	[D]	[E]	[F]	[G]	[H]
		%	%	%	%	%	%	%	%
		Note	Note	Note	Note	Note	Note	Note	Note
Aena SME SA	[1]	138,3%	1,01	23,5%	0,49	39,2%	1,09	23,5%	0,84
Aeroports de Paris SA	[2]	242,5%	1,14	33,4%	0,44	63,4%	1,11	33,4%	0,78
Flughafen Zuerich AG	[3]	77,4%	0,88	20,0%	0,54	30,0%	0,96	20,0%	0,77
Fraport AG Frankfurt Airport	[4]	262,3%	1,46	23,8%	0,49	147,1%	1,28	23,8%	0,61
<b>Media</b>	<b>[5]</b>				<b>0,49</b>				<b>0,75</b>

Note:

[A]-[C]: Relazione Illustrativa a Delibera ART 80/2022, p.33.

[D]:  $[B]/(1+[A] \times (1-[C]))$ .

[E]-[G]: Elaborazione Brattle su dati Refinitiv.

[H]:  $[F]/(1+[E] \times (1-[G]))$ .

L'utilizzo della leva finanziaria calcolata sui valori dell'equity di mercato, e non di libro, si discosta dalla prassi di ART negli altri settori (autostrade, settore ferroviario, trasporto pubblico locale). Riteniamo tuttavia che ART non si debba ritenere vincolata dalla prassi adottata fino ad oggi perché il settore aeroportuale, a differenza degli altri settori sotto la sua giurisdizione, si caratterizza per un numero adeguatamente rappresentativo di società quotate.

L'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma di ADR, oltre ad individuare modalità puntuali dei parametri del WACC per il gestore, prevede – differentemente da quanto prospettato nel documento di consultazione – correttivi aggiuntivi al costo del capitale di rischio (equity beta), per tenere conto di fasi congiunturali sfavorevoli, eventi contingenti del

<sup>36</sup> S. C. Myers, F. Allen, R. A. Brealey, "Principles of Corporate Finance", 11th edition, 2014; J. Berk, P. DeMarzo, "Corporate Finance", 3<sup>rd</sup> edition, 2013; R. A. Taggart, "Consistent Valuation And Cost Of Capital Expressions With Corporate And Personal Taxes", Robert A. Taggart, Jr. Financial Management Vol. 20, No. 3 (Autumn, 1991), pp. 8-20 1989; R. S. Hamada, "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks," The Journal of Finance, Vol. 27, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirtieth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 27-29, 1971. (May, 1972), pp. 435-452, 1972.

settore e del trasporto aereo italiano legate al maggiore vettore nazionale basato su Fiumicino, e della rilevanza e complessità del piano degli investimenti di ADR.

Si ritiene che ART dovrebbe calcolare l'asset beta sulla base di un campione di società comparabili che superano i test di liquidità, con leva finanziaria in cui l'Equity è a valore di mercato e il Debito a valore di libro. L'asset beta così calcolato dovrebbe corrispondere al valore superiore degli asset beta osservati nel campione, e cioè 0,54 nel caso di leva finanziaria con equity a valore di libro e circa 0,8 nel caso di leva finanziaria con equity a valore di mercato.

L'asset beta di ADR, infine, dovrebbe tenere conto della maggiore rischiosità operativa dovuta alla rilevanza e complessità del piano degli investimenti dello specifico aeroporto ed eventualmente essere incrementato di un correttivo addizionale che tenga conto della rischiosità specifica dell'aeroporto.

Al riguardo facciamo presente che la CAA, nella recente review tariffaria di Heathrow, ha individuato un valore centrale dell'asset beta di 0,53 e un valore dell'asset beta fino a 0,62.<sup>37</sup> Il regolatore irlandese ha anche esso evidenziato come preferibile utilizzare un valore che comporta un incremento del WACC, in considerazione del fatto che gli effetti negativi di una possibile sotto-valutazione sono nettamente più elevati delle conseguenze di una possibile sovra-valutazione, tenuto conto degli impatti sui passeggeri.<sup>38</sup>

### *Gearing*

ART propone un calcolo del *gearing* basato su dati storici degli ultimi 5 anni dei gestori nazionali sopra 1 milione di passeggeri, sulla base di dati da bilancio di debito e patrimonio netto con esclusione, per le società che redigono il bilancio consolidato, del patrimonio netto di pertinenza di terzi. La prassi dei regolatori europei in diversi settori regolati indica che si dovrebbe utilizzare il valore di mercato del debito e dell'equity (Tabella 11). La soluzione pratica è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'Equity, che nel caso delle imprese regolate è una buona *proxy* del valore della RAB per la parte non finanziata attraverso ricorso al debito.

---

<sup>37</sup> Civil Aviation Authority (2022), 'Economic regulation of Heathrow Airport: H7 Final Proposals'.

<sup>38</sup> Commission for Aviation Regulation, (2022), "Third Interim Review of the 2019 Determination on Airport Charges at Dublin Airport. Methodological Consultation and Issues Paper". Commission Paper 1/2022.

Analogamente, nello studio che Brattle ha condotto per la Commissione Europea, contenente la metodologia per i regolatori nazionali con cui calcolare il WACC della rete di accesso delle società di telecomunicazioni, è proposto un *gearing* della rete di accesso con il valore contabile del debito e il valore di mercato dell'*equity*.<sup>39</sup> Questo approccio metodologico è stato adottato dal BEREC, l'associazione dei regolatori europei delle telecomunicazioni, ed è stato implementato nelle decisioni dei regolatori, quali AGCom in Italia, Ofcom nel Regno Unito e ACM in Olanda. Inoltre, per le società che redigono il bilancio consolidato non è condivisibile l'esclusione del patrimonio netto di terzi in considerazione del fatto che tali società finanziano i propri investimenti con la totalità delle fonti di finanziamento, incluso il patrimonio di terzi.

La Tabella 11 riporta le decisioni regolatorie per le quali è pubblica l'informazione sul calcolo del *gearing* con il valore di mercato dell'*Equity*.

---

<sup>39</sup> Si veda Dan Harris, Richard Caldwell, Lucia Bazzucchi, Francesco Lo Passo, "Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization", The Brattle Group. Preparato per Directorate-General for Communications Networks, Content and Technology (DG CONNECT), sezione VI.F.1, p. 81.

**TABELLA 11: GEARING CALCOLATO SU VALORE DI MERCATO DELL'EQUITY**

Paese	Anno della decisione	Autorità	Settore	Gearing calcolato su valore di mercato dell'equity	Note
Paesi Bassi	2015	ACM	Telecomunicazioni	✓	The Brattle Group, The WACC for KPN and VodafoneZiggo, Febbraio 2020
Regno Unito	2017	Ofwat	Idrico	✓	Ofwat, Delivering Water 2020: Our final methodology for the 2019 price review, December 2017, p. 197
Portogallo	2019	ERSE	Trasmissione e distribuzione di elettricità	✓	ERSE; Parâmetros De Regulação Para O Período 2020 a 2023, Maggio 2019, pp. 172, 185
-	2019	Commissione Europea	Telecomunicazioni	✓	"European Commission, Commission Staff Working Document SWD (2019) 397 final, 5 Novembre 2019", p. 86
-	2019	Commissione Europea	Telecomunicazioni	✓	"Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization", p. 81.
Italia	2019	AGCOM	Telecomunicazioni	✓	AGCOM, Annesso 2 al Documento V - delibera n. 348/19/CONS del 18 Luglio 2019, p. 11
Francia	2020	ARCEP	Telecomunicazioni	✓	ARCEP, Decisione 2020-1163, p. 12
Germania	2020	BnetzA	Telecomunicazioni	✓	La BNetzA fa riferimento a "European Commission, Commission Staff Working Document SWD(2019) 397 final, 5 Novembre 2019", p. 86
Regno Unito	2020	Ofgem	Elettricità, gas	✓	OFGEM, RIIO-2 Final Determinations - Core Document, 8 December 2020, p. 184. Definizione di Regulatory Asset Value a p. 190
Paesi Bassi	2020	ACM	Gas	✓	The Brattle Group, The WACC for the Dutch Gas TSO, 27 July 2020, p. 21
Paesi Bassi	2021	ACM	Elettricità	✓	The Brattle Group, The WACC for the Dutch Electricity TSO and Electricity and GAS DSOs, 7 April 2021, p. 19

Nei casi in cui il gestore aeroportuale è quotato si ritiene che ART dovrebbe calcolare il gearing con il valore contabile del debito e il valore di mercato dell'equity. Per le società che redigono bilancio consolidato, il calcolo dovrebbe includere anche il patrimonio netto di pertinenza di terzi.

L'utilizzo di un gearing nozionale di settore dovrebbe inoltre essere implementato con gradualità consentendo, almeno in una prima fase, ai gestori di applicare una media pesata del gearing nozionale e del gearing previsto nella regolazione vigente.

### Inflazione

Per la trasformazione del WACC da valori nominali a valori reali ART intende utilizzare l'inflazione programmata del Governo Italiano rilevata nell'ultimo Documento di Economia e Finanza

("DEF") disponibile. Lo stesso tasso di inflazione è utilizzato al fine di rivalutare il CIN nel corso del periodo tariffario. Tuttavia, all'inizio del periodo tariffario successivo ART propone che lo stesso CIN sia rivalutato sulla base dell'indice IFL.

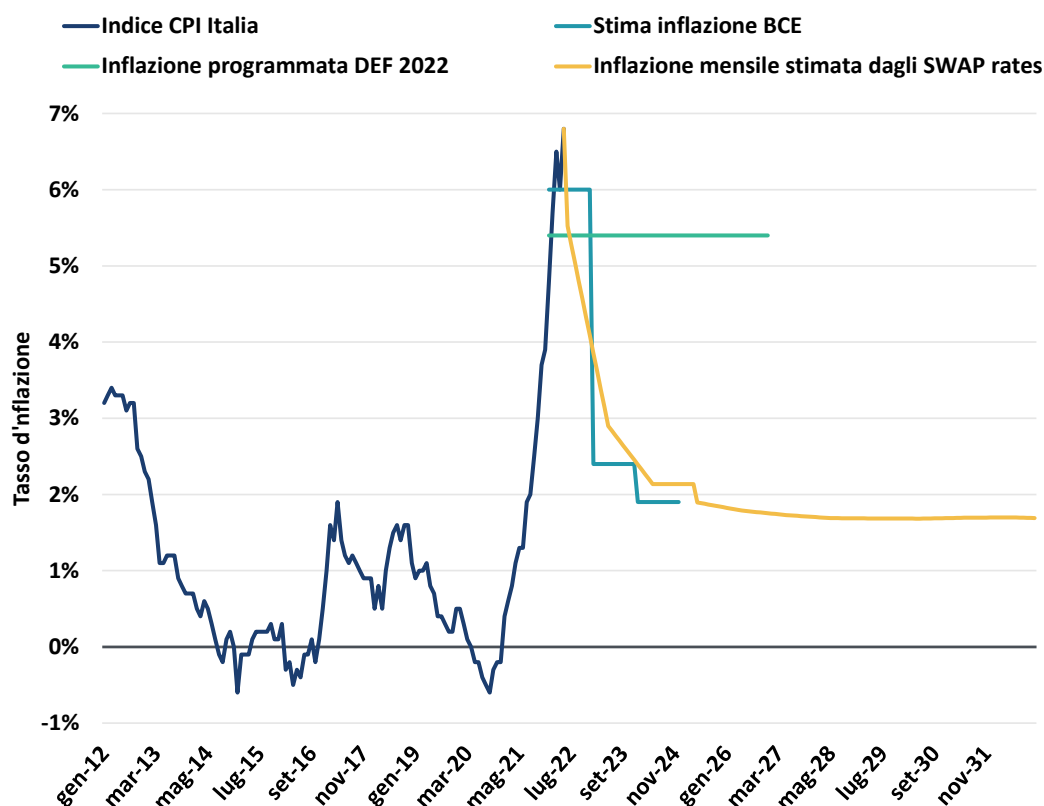
Dal 2019 all'interno del DEF il Governo Italiano pubblica un unico tasso di inflazione programmata. Esso è rilevante per l'anno stesso in cui viene effettuata la stima (ad esempio nel DEF del 2022 il Governo Italiano ha pubblicato l'inflazione programmata solamente per il 2022 stesso). Dal 2019 il Governo non pubblica più tassi attesi per gli anni seguenti.

**ATTUALMENTE L'INFLAZIONE PROGRAMMATTA PUBBLICATA DAL GOVERNO ITALIANO TRAMITE IL DEF NON RAPPRESENTA UN BUON INDICATORE DELL'EVOLUZIONE ATTESA DELL'INFLAZIONE ALL'INTERNO DEL PERIODO REGOLATORIO, NÈ TANTOMENO UN INDICATORE CORRETTO DEL TASSO DI INFLAZIONE SOTTESO AI PARAMETRI DA UTILIZZARE PER DEFINIRE COSTO DELL'EQUITY E COSTO DEL DEBITO, NÈ DEL DEFLATORE CHE A CONSUNTIVO DOVREBBE ESPRIMERE IL VALORE RIVALUTATO DEGLI ASSET NEL CIN ESPRESSO A VALORI CORRENTI.**

Figura 7 mostra l'evoluzione di (1) tasso di inflazione storico, basato sui valori effettivi, e (2) tasso di inflazione attesa per il futuro, rilevata sulla base di diversi indicatori relativi rispettivamente a: (i) tasso di inflazione programmata; (ii) stima del tasso di inflazione della Banca Centrale Europea ("BCE") rilevante per l'Italia; e (iii) tasso di inflazione derivante dagli *inflation swap* a 10 anni per l'Italia.

É evidente dalla figura che le aspettative sul tasso di inflazione nel corso del periodo regolatorio sono al ribasso rispetto al tasso di inflazione programmata, attualmente disponibile solamente per l'anno 2022. L'inflazione programmata è pari infatti a 5,4%, mentre le aspettative del mercato di medio-lungo periodo si attestano intorno al 2%.



**FIGURA 7: INFLAZIONE STORICA E PROSPETTICA<sup>40</sup>**


Fonte: Elaborazione Brattle su dati Bloomberg.

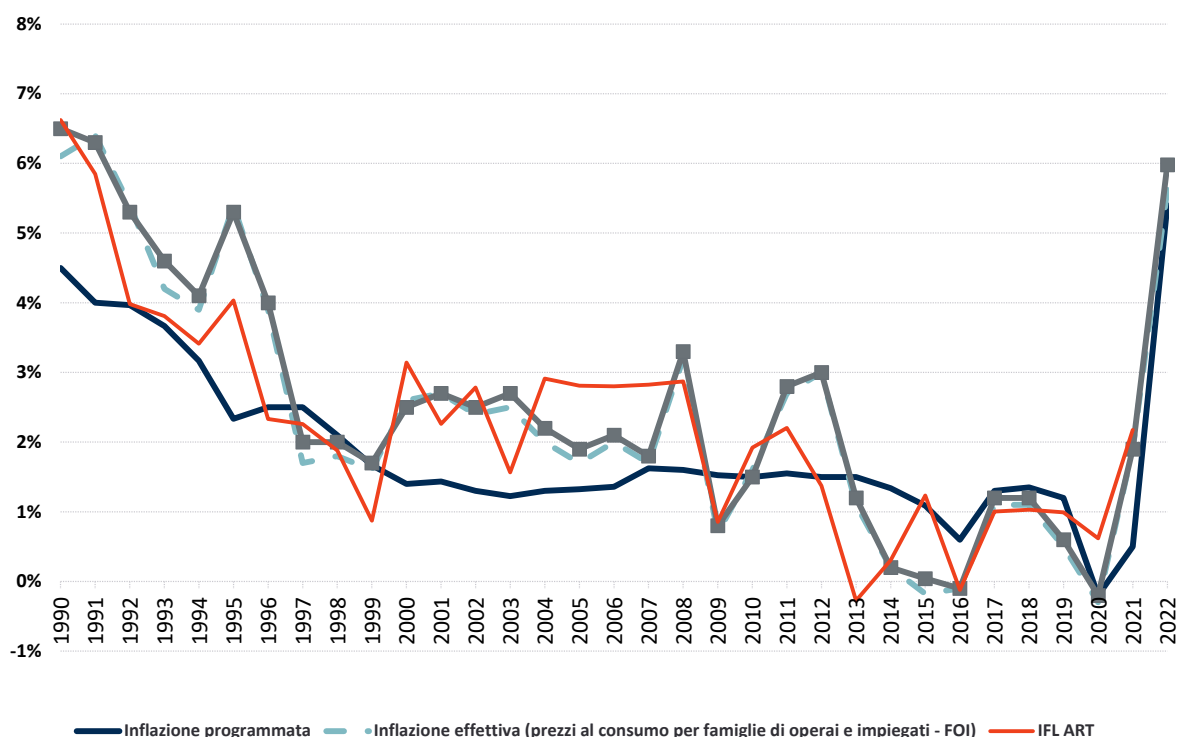
La Figura 8 mostra il confronto tra (1) inflazione programmata stimata nel corso degli anni dal Governo Italiano; (2) inflazione effettiva riportata nell'indice FOI dei prezzi al consumo; (3) indice IFL pubblicato da ART per la rivalutazione degli asset.

In generale, fino al 2019 l'inflazione programmata ha presentato un trend più lineare rispetto alle oscillazioni che si configurano sulla base dei parametri effettivi rappresentati da indice FOI e indice IFL. Nel corso degli anni, l'inflazione programmata si è discostata anche in maniera materiale dall'inflazione effettiva. Dal 2019 in poi il Governo Italiano, a fronte della maggiore volatilità dei mercati ha iniziato a pubblicare un unico parametro di inflazione per l'anno stesso in cui viene effettuata la stima. Il grafico mostra che nel periodo 2019-2022 l'inflazione

<sup>40</sup> Il grafico riporta il parametro di inflazione programmata pubblicato dal Governo Italiano ad aprile 2022, rilevante per il 2022 stesso. L'inflazione programmata è stata portata avanti in continuità anche per gli anni seguenti del periodo regolatorio, come si verificherebbe se venisse implementata la metodologia proposta da ART.

programmata si è mossa in linea con l'inflazione effettiva passando da circa 0% nel 2020 a circa 6% nel 2022.

**FIGURA 8: CONFRONTO TRA INFLAZIONE PROGRAMMATA; INFLAZIONE EFFETTIVA; INDICE IFL**



Sulla base delle evidenze emerge chiaramente che non è corretto prendere in considerazione l'inflazione programmata come riferimento per la trasformazione del WACC da nominale a reale e per l'indicizzazione del CIN entro il prossimo periodo regolatorio, come proposto da ART, in quanto questa non è di fatto più rappresentativa né delle aspettative future, né dei valori passati che dovrebbero esprimere il valore rivalutato degli asset.

A tal proposito evidenziamo che per il calcolo del WACC ARERA utilizza due tassi di inflazione distinti, entrambi basati su indicatori differenti rispetto al tasso di inflazione programmata; mentre per la rivalutazione degli asset usa l'indice IFL. Nel dettaglio per il calcolo del WACC, ARERA utilizza:

- Il tasso di inflazione misurato sulla base degli *inflation-linked swap* a 10 anni, osservati nel periodo coerente con quello utilizzato per il calcolo del Risk Free Rate, al fine di calcolare il costo dell'equity in termini reali a partire dai valori nominali rilevati nel

mercato. L'inflazione così misurata è ad avviso di ARERA in linea con l'inflazione incorporata nel Risk Free Rate, considerando un periodo di osservazione coerente.

- Il tasso di inflazione atteso secondo le previsioni della Banca Centrale Europea al fine di trasformare il valore nominale del costo del debito in termini reali. La ragione per utilizzare un tasso di inflazione diverso nel costo del debito rispetto a quello utilizzato per il costo dell'equity è che mentre per il Risk Free Rate ARERA calcola direttamente un valore in termini reali, utilizzando l'inflazione implicita; il costo del debito è trasformato da nominale in reale utilizzando sulla base di un tasso di inflazione attesa.

Al fine di trasformare il WACC da nominale a reale, in linea con quanto fatto da ARERA, riteniamo che ART dovrebbe utilizzare:

- un parametro di inflazione di medio/lungo periodo basato sui valori di mercato che trovano riflesso nei rendimenti dei prodotti finanziari di *swap* legati all'inflazione aventi *maturity* analoga a quella utilizzata per la stima del Risk Free Rate, in tal modo abbandonando il valore programmato a DEF, almeno fino a quando il Governo non tornerà a pubblicare tassi attesi per gli anni seguenti e – quando lo farà – mediandoli con quanto sopra;
- l'indice IFL per la rivalutazione annua degli *asset* in linea con l'approccio metodologico di ARERA. Tale approccio – oltre ad essere coerente con la regolazione ultra-ventennale di ARERA – meglio consente di individuare il valore corrente degli *asset* in ciascun anno del periodo regolatorio. Chiediamo di non abbandonare l'approccio applicato nel caso del Contratto di Programma ENAC-ADR che assicura l'allineamento effettivo all'inflazione.

Nei prossimi anni in caso di evoluzione dell'inflazione coerente con le aspettative di mercato l'applicazione della metodologia proposta porterebbe a ritorni sul capitale ben al di sotto del *fair opportunity cost* del capitale stesso. Si rileva come tale rischio legato all'andamento dell'inflazione non dovrebbe gravare interamente sul gestore data la sua incapacità di porre in essere azioni miranti alla mitigazione di tali indesiderati effetti. Sebbene questa dinamica possa essere attribuita a fenomeni macro-economici transitori, ci permettiamo di enfatizzare l'impatto negativo in termini di certezza della regolazione con il corollario delle conseguenti azioni intraprese dagli investitori finanziari per mitigarne gli impatti sulle proprie performance.

## 6. WACC incrementale

**Il paragrafo 10.5 del documento di consultazione riporta che l’Autorità, in casi eccezionali, può valutare l’implementazione di un incremento del WACC, previo assenso del concedente, pari all’1%, per un periodo fino ad un massimo del 50% della vita utile dell’investimento.**

Questa disposizione si pone in contrasto con le prescrizioni dell’Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma che hanno previsto, facendo riferimento all’esperienza di ARERA, una maggiorazione puntuale, unitamente alla durata, per gli investimenti individuati nell’Allegato 22 e nei successivi aggiornamenti, differenziati per strategicità (media, media-alta e alta). Il documento di consultazione, inoltre, non dice esplicitamente che gli investimenti strategici già realizzati continueranno a beneficiare della incentivazione attualmente riconosciuta.

L’esperienza nella trasmissione elettrica e nel trasporto gas mostra che ARERA:

- ha inizialmente riconosciuto un WACC incrementale sui nuovi investimenti, con particolare attenzione agli investimenti in espansione della capacità, per sviluppare le infrastrutture necessarie a far fronte agli sviluppi attesi della domanda.
- più di recente<sup>41</sup> ha previsto una modifica della remunerazione incentivante, per cui in futuro gli investimenti verranno selezionati sulla base del loro contributo allo sviluppo sostenibile e all’innovazione.

La transizione al nuovo meccanismo di incentivazione è pensata per essere graduale nel tempo e prevede periodi di transizione con riconoscimento di clausole di salvaguardia sia a tutela degli investimenti effettuati che degli investimenti del piano di sviluppo:

- gli investimenti diventati operativi che beneficiano del WACC incrementale mantengono per gli anni previsti la remunerazione addizionale che è stata loro riconosciuta;

---

<sup>41</sup> Trasmissione di elettricità: ARERA, Delibera 23 dicembre 2015 654/2015/R/eel, Regolazione tariffaria dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell’energia elettrica, per il periodo di regolazione 2016-2023 (incluso Allegato A). ARERA, Delibera 27 dicembre 2019 568/2019/R/eel, Aggiornamento della regolazione tariffaria dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell’energia elettrica per il semiperiodo di regolazione 2020-2023 (incluso Allegato A). Trasporto del gas: ARERA, Delibera 03 agosto 2017 575/2017/R/gas, Criteri di regolazione delle tariffe del servizio di trasporto di gas naturale per il periodo transitorio negli anni 2018 e 2019 (incluso Allegato A). ARERA, Delibera 19 ottobre 2017 689/2017/R/gas, Valutazione degli schemi di piano decennale di sviluppo della rete di trasporto del gas naturale relativi agli anni 2014, 2015 e 2016. ARERA, Delibera 28 marzo 2019 114/2019/R/gas, Criteri di regolazione tariffaria per il servizio di trasporto e misura del gas naturale per il quinto periodo di regolazione (2020-2023) (incluso Allegato A).

- gli investimenti del piano di sviluppo realizzati o contrattualizzati per almeno il 25% del costo complessivo beneficiano anche essi di un WACC incrementale previa verifica della presenza di congrui benefici (superiori ai costi);
- nel caso del trasporto di gas quanto sopra rileva anche gli investimenti contrattualizzati o realizzati in analoga misura nel periodo transitorio successivo alla decisione di ARERA di modificare l'incentivazione.

Il WACC incrementale di ARERA dunque è rimasto sostanzialmente in linea con l'incentivazione inizialmente prevista e con durata per gli stessi anni inizialmente previsti. L'approccio adottato da ARERA è meno stringente rispetto alle proposte di remunerazione incrementale di ART, che prevedono una implementazione dell'incentivazione in termini di eccezionalità e con vincoli precisi per quanto riguarda la tipologia degli investimenti che possono beneficiare del WACC incrementale.

Si ritiene che ART, in continuità con gradualità e salvaguardie introdotte da ARERA, dovrebbe (i) esplicitare che gli investimenti effettuati continuano a beneficiare dell'incentivazione attuale, e (ii) prevedere un periodo transitorio con una salvaguardia per gli investimenti del piano di sviluppo per cui è prevista la contrattualizzazione e/o realizzazione nei prossimi dieci anni previa verifica della presenza di congrui benefici (benefici superiori ai costi).

## 7. Poste Figurative

**Il punto 10.7.3 del documento di consultazione prevede la possibilità di applicare il meccanismo di poste figurative al fine di assicurare gradualità dell'evoluzione tariffaria, anticipando o posticipando la contabilizzazione dei costi ammessi rispetto all'anno di effettiva competenza, a condizione che venga rispettato il principio di neutralità economico-finanziaria richiesto dalla regolamentazione.**

Le poste figurative possono essere inserite tra i costi ammessi a condizione che sia rispettato il principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del periodo temporale complessivamente considerato: (i) deve essere rispettato il principio di trasparenza per cui in sede di consultazione le poste figurative a debito o a credito del gestore devono essere evidenziate per ciascun anno e per singolo prodotto; (ii) il saldo delle poste figurative, capitalizzato in ciascun anno al tasso di remunerazione nominale (WACC) definito per il periodo tariffario, deve essere pari a zero al termine del periodo tariffario, o di più periodi tariffari nel caso di intesa in consultazione tra gestore ed utenti. Il saldo delle poste figurative deve essere pari a zero entro il termine della scadenza della concessione e non può confluire nel valore di indennizzo da subentro.

Se il gestore individua l'Anno Base con l'anno precedente lo stato di emergenza, l'eventuale credito di poste figurative maturato dal gestore nel primo periodo tariffario può essere recuperato a partire dal secondo periodo tariffario nel limite massimo di:

- 30% dei costi ammessi dell'Anno Base del primo periodo tariffario, per il secondo periodo di applicazione;
- 10% dei costi ammessi dell'Anno Base del periodo immediatamente precedente, per i periodi successivi.

Il modello A prevede inoltre che il calcolo delle poste figurative a condizioni di neutralità economico-finanziaria venga effettuato sui costi ammessi di ciascun prodotto regolato per gli aeroporti con cinque e più milioni di passeggeri e sui costi ammessi della totalità dei prodotti regolati per gli aeroporti con meno di cinque milioni di passeggeri.

Con riferimento a quanto sopra si fa presente che, come esplicitato nel punto 9.1 del documento di consultazione, ART vigila per assicurare che le tariffe degli aeroporti rispettino, in particolare, la correlazione ai costi e l'orientamento alla media europea. Nel settore autostradale l'Autorità prevede l'opzione di azzeramento delle poste figurative, calcolate a condizioni di neutralità economico-finanziaria, entro la fine della concessione e non solamente in uno o più periodi tariffari. Nel caso di alcune concessionarie autostradali è previsto anche il recupero nel valore di subentro della parte residua di poste figurative a credito.

Si ritiene pertanto che le poste figurative, capitalizzate al WACC, debbano essere calcolate con opzione di azzeramento entro la fine della concessione, e comunque in più periodi tariffari. Condizione necessaria è che le tariffe, oltre a rispettare il principio di correlazione ai costi,

assicurino l'orientamento alla media europea in scali con analoghe caratteristiche infrastrutturali, di traffico e standard di servizio reso.

ADR ha effettuato una prima stima della dinamica delle tariffe, dal 2022 alla scadenza della concessione nel 2046, che assicura la remunerazione dei costi ammessi, inclusa la remunerazione del piano di investimenti per circa € 8 miliardi previsti per l'aeroporto della capitale, e il recupero degli impatti economici della pandemia. Le tariffe sono sostanzialmente costanti in termini reali, aumentano solo per l'inflazione, ma il credito derivante dall'applicazione di poste figurative – a seconda dei vari scenari – può risultare in valori più elevati rispetto ai tetti previsti da ART (30% dei costi ammessi dell'Anno Base del primo periodo tariffario e 10% dei costi ammessi dell'Anno Base del periodo precedente per il periodo successivo).

In attesa della comunicazione del concedente sul recupero degli impatti economici della pandemia, si richiede di consentire – come già previsto per i concessionari autostradali – il recupero del credito da poste figurative entro la scadenza del periodo concessorio senza porvi alcun limite costruito sui costi ammessi degli Anni Base dei periodi tariffari, a condizione della previsione di tariffe orientate ai costi non disincentivanti per lo sviluppo dello scalo che assicurino una dinamica tariffaria sostanzialmente costante in termini reali (in linea con l'inflazione).

## 8. Sostenibilità del rischio traffico

Il punto 10.10 del documento di consultazione descrive il meccanismo di condivisione del rischio traffico simmetrico tra gestore aeroportuale proposto per il modello A. Alla fine di ciascun periodo tariffario quinquennale il gestore deve verificare, per ogni prodotto regolato, la differenza tra i quantitativi consuntivati e i quantitativi previsti ex-ante ai fini della dinamica tariffaria. Nel caso in cui tale differenza sia superiore al valore soglia percentuale individuato in sede di consultazione, il gestore restituisce in tariffa agli utenti nel successivo periodo tariffario il 100% dei maggiori ricavi derivanti dai quantitativi in eccesso rispetto al valore soglia ( $P \times Q$ ), in alternativa il 100% dei maggiori ricavi così calcolati viene trasferito al nuovo concessionario alla scadenza della concessione. Nel caso in cui tale differenza sia inferiore al valore soglia percentuale individuato in sede di consultazione, il gestore recupera in tariffa nel successivo periodo tariffario il 100% dei minori ricavi derivanti dai quantitativi inferiori rispetto al valore soglia, in alternativa il 100% dei minori ricavi così calcolati viene trasferito al nuovo concessionario alla scadenza della concessione. Nel calcolo delle tariffe il nuovo concessionario dovrà tenere conto dei ricavi eventualmente trasferiti come conseguenza del meccanismo di condivisione del rischio traffico.

Condividiamo la previsione di un meccanismo simmetrico, a differenza di quanto prospettato nel modello tariffario della delibera n. 136/2020 che invece introduceva per il gestore aeroportuale un *cap* ai ricavi in caso di maggiori volumi e nessuna protezione in caso di minori volumi. Gli anni più recenti riportano evidenze di eventi non prevedibili, al di fuori del controllo dei gestori aeroportuali, che hanno determinato una forte riduzione del traffico (*de-hubbing* di Alitalia, 9/11, guerra del Golfo, SARS, Covid19).

Gli investitori in asset infrastrutturali ad elevata intensità di capitale si aspettano, in media, una remunerazione pari al WACC. Un semplice esempio numerico evidenzia che, nel caso di un WACC pari a 8% e il 50% di probabilità che il traffico sia superiore del 30% e il 50% di probabilità che il traffico sia inferiore del 30%, la remunerazione attesa in presenza di un meccanismo simmetrico è uguale al WACC, e cioè  $10,4\% \times 50\% + 5,6\% \times 50\% = 8\%$ . Un meccanismo asimmetrico, con un *cap* sui volumi che limita la remunerazione conseguibile al WACC nel caso di traffico superiore, comporterebbe invece l'aspettativa di una remunerazione inferiore al WACC, e cioè  $8,4\% \times 50\% + 5,6\% \times 50\% = 7\%$ .<sup>42</sup> La possibilità di non coprire una parte dei costi fissi nel caso di una riduzione dei volumi oltre una soglia predeterminata comporterebbe per gli investitori una riduzione del rendimento previsto sul capitale investito e per i soggetti finanziatori un rischio di ristrutturazione del credito erogato.

Le previsioni di sostenibilità del rischio traffico simmetrico del documento di consultazione sono coerenti con le prescrizioni dell'Anno Unico Convenzione-Contratto di Programma di ADR che prevedono all'art. 45 un'allocazione simmetrica del rischio traffico nel caso di unità di servizio

<sup>42</sup> I meccanismi di allocazione del rischio traffico asimmetrico determinano una riduzione della remunerazione attesa rispetto al WACC riconosciuto dal regolatore, incentivando gli investitori a spostarsi su altre infrastrutture regolate.



consuntivate oltre la soglia del  $\pm 5\%$  rispetto alle WLU previste ex ante nel quinquennio tariffario, e più in generale sono coerenti con le prescrizioni dei Modelli Tariffari approvati da ART nel 2014 e nel 2017.

Non riscontriamo criticità derivanti dalla mancata inclusione della possibilità di rivedere le tariffe nel caso di variazioni puntuali dei quantitativi dei prodotti regolati oltre una determinata soglia ( $\pm 6\%$  delle WLU nel caso di ADR) in considerazione del fatto che ADR, e gli altri gestori aeroportuali, pur avendone la possibilità, non hanno chiesto la revisione delle tariffe a fronte di una significativa riduzione dei volumi di traffico per la pandemia per evidente rischio di ripercussioni indesiderate.

Meccanismi analoghi di rischio traffico simmetrico sono stati introdotti, ad esempio, per l'aeroporto Charles De Gaulle in Francia, NATS e le società di trasmissione di elettricità e di trasporto di gas nel Regno Unito.

Riteniamo, tuttavia, che:

- il valore soglia del meccanismo di condivisione del rischio traffico debba essere applicato ai ricavi regolati complessivamente considerati, sulla base delle WLU consuntivate e previste ex-ante nel quinquennio tariffario, e non debba essere applicato ai ricavi di ciascun prodotto regolato, sulla base dei quantitativi consuntivati e previsti ex-ante. E' generalmente riconosciuto che è più efficiente calcolare un *price cap* medio per passeggero e poi attribuire all'aeroporto la facoltà di determinare i singoli prezzi regolati nel rispetto di tale vincolo. ART ha previsto tale modalità semplificata per gli aeroporti fino a cinque milioni di passeggeri e ha mantenuto il calcolo dei price cap sui costi dei prodotti regolati per gli aeroporti con più di cinque milioni di passeggeri. L'applicazione dei principi di efficienza per gli aeroporti con più di cinque milioni di passeggeri richiede che il meccanismo di condivisione del rischio traffico abbia ad oggetto i ricavi regolati complessivamente considerati e le WLU;
- i gestori aeroportuali debbano restituire il 50% e non il 100% dei ricavi in eccesso consuntivati nel quinquennio tariffario rispetto al valore soglia percentuale individuato in sede di consultazione, e simmetricamente debbano recuperare il 50% e non il 100% dei ricavi in meno consuntivati nel quinquennio rispetto al valore soglia percentuale.

Tale previsione:

- è coerente con le prescrizioni dall'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma che prevedono l'attribuzione di tutto il rischio operativo su ADR per variazioni dei volumi di traffico fino al valore soglia ( $\pm 5\%$ ) e la condivisione con l'utenza del 50% del rischio traffico per volumi ulteriori.

- introduce un meccanismo virtuoso in capo ai gestori aeroportuali, che sono assoggettati al rischio di una ragionevole variazione della domanda nell'ambito della soglia percentuale individuata e poi beneficiano di quota parte dei ricavi ulteriori ovvero recuperano quota parte dei ricavi inferiori. La condivisione di quota parte dei ricavi, come indicato prima nell'esempio numerico, si sostanzia in una remunerazione attesa pari al WACC e, allo stesso tempo, incentiva i gestori aeroportuali ad un corretto dimensionamento perché assoggettati in parte al rischio delle variazioni ulteriori delle WLU.

La previsione di un meccanismo di condivisione del rischio traffico parametrato sui singoli prodotti con le incertezze che ne deriverebbero per il recupero dei costi riconosciuti a fini tariffari e la previsione del recupero del 100% dei ricavi in eccesso rispetto al valore soglia non incentiverebbero le parti in consultazione alla definizione di un accordo. I gestori aeroportuali tenderebbero ad individuare in sede di consultazione forchette di valori di traffico strette che determinerebbero un'applicazione più simile ad un *revenue cap*, rispetto al *price cap*, con recupero in tariffa dei minori ricavi consuntivati anche in caso di oscillazioni fisiologiche della domanda. Gli utenti, di converso, reagirebbero con la richiesta di forchette di valori molto ampie e tali da rappresentare per il gestore aeroportuale una condizione di assenza di efficace protezione per effettiva inapplicazione – in un contesto di mercato competitivo – di aumenti tariffari importanti a fronte di traffico ridotto e quindi di rischio asimmetrico come sopra esposto.

Le modalità di mitigazione del rischio traffico proposte, analoghe a quanto previsto nell'Atto Unico Convenzione-Contratto di Programma, sono già state valutate positivamente dalle principali agenzie di rating (si veda a riguardo il giudizio creditizio su ADR di Standard & Poor's del marzo 2013: *"The recently approved regulatory framework under the concession to operate two airports in Rome will permanently strengthen the company's credit profile, in our view"*; di Moody's nel Febbraio 2014: *"In this context we note the mechanism included in the terms of the regulatory framework, which allows rebalancing of the concession"*).

## 9. Incentivi all'attività volativa

**Alla misura 28 del documento di consultazione ART delinea la proposta di regime di trasparenza relativo alle *policy* di erogazione di contributi da gestori aeroportuali a selezionate compagnie aeree per supporto alla crescita del traffico**

Rispetto alla previgente delibera n. 92/2017, relativamente agli aspetti riguardanti gli incentivi all'attività volativa il testo dell'Allegato A alla delibera n. 80/2022 delinea maggiori obblighi di *disclosure* informativa nei confronti degli utenti.

Infatti, alle informazioni a consuntivo sulla/e *policy* di erogazione dei contributi – già previste secondo quanto disposto da ART con le annuali iniziative di "Rilevazione dati - Settore Aeroportuale" e comunicate annualmente dal gestore all'Autorità attraverso il caricamento dei dati nell'area dedicata del sito dell'Autorità – si viene ora ad aggiungere la richiesta di fornire in sede di consultazione con gli utenti:

1. l'ammontare totale degli incentivi erogati dal gestore nel periodo regolatorio precedente con relativa quantificazione delle WLU ad essi collegate;
2. le *policy* e/o campagne di promozione turistica e/o commerciale già in essere alla data della consultazione e che perdureranno nel corso del periodo tariffario in consultazione, con relative date di validità

Dalla Relazione Illustrativa che accompagna la delibera n. 80/2022 si apprende come le misure che l'Autorità intende introdurre "hanno lo scopo principale di assicurare la trasparenza delle *policy* dei gestori e la parità di accesso".

Si condividono le intenzioni dell'Autorità, tuttavia è doveroso notare come le modalità proposte per perseguirle – e cioè nello specifico gli obblighi informativi imposti nei confronti dei vettori - costituiscano un aggravio gestionale significativo per la società e non siano supportate da argomentazioni che ne acclarino la necessità.

L'Autorità sembra infatti far poggiare le proprie scelte sulla presunzione di un rischio concreto e rilevante che le forme di incentivazione in atto e future siano discriminatorie e non trasparenti. Tuttavia, nei documenti di consultazione essa non provvede a presentare sufficiente evidenza a giustificazione di tale posizione.

A tal proposito, può essere rilevante citare la definizione del criterio di trasparenza prodotta dal Forum di Salonicco dei Regolatori UE di settore ed inserita nella pubblicazione contenente "Raccomandazioni sull'implementazione della Direttiva 2009/12/EC" ("Non-Discrimination under the Airport Charges Directive", Novembre 2018, p. 7):

*"The reasons and analysis underlying the charging strategy and the level of charges are clear to all so that users can establish if there is a justifiable complaint. The justification and criteria are made obvious and bear scrutiny in all elements, including any Terms and Conditions attached to elements of this strategy"*

Nella pratica applicativa nazionale:

- Le informazioni che vengono rese disponibili dai gestori agli utenti all'atto della pubblicazione delle policy commerciali sui siti web aziendali costituiscono ampia tutela del principio di parità di trattamento degli utenti e di trasparenza
- Le informazioni che i gestori sono altresì tenuti a presentare all'Autorità sono tali da mettere l'Autorità stessa in condizione di valutare che le politiche di incentivazione sono praticate in modalità non discriminatorie

Non si comprende pertanto la *ratio* degli obblighi aggiuntivi di divulgazione agli utenti che l'Autorità intende introdurre

Si osserva inoltre che le misure in questione potrebbero:

- avere ricadute sugli accordi già intervenuti fra gestore ed utenti: la condivisione *erga omnes* di informazioni aventi valenza commercialmente sensibile sulle attività dei vettori potrebbe indurre determinati utenti a sottrarsi ad impegni in termini di traffico e connettività, con ricadute negative su efficienza e stabilità operativa dello scalo
- favorire alcune compagnie aeree nel monitoraggio delle pratiche commerciali dei propri concorrenti, con il risultato di indebolire l'intensità della concorrenza, contravvenendo in tal modo ai più elementari obiettivi delle proposte modifiche

Si ritiene, pertanto, che l'obbligo di divulgazione dei dati in questione debba essere mantenuto invariato rispetto alle attuali previsioni, specificando espressamente che ogni informazione fornita all'Autorità debba considerarsi riservata e non divulgabile.

## 10. Osservazioni in materia di redazione e certificazione di Contabilità Regulatoria

### A. Osservazioni a misure in Allegato A relative alla redazione della Contabilità Regulatoria e definizione di valori all' "Anno Base" rilevanti per la dinamica tariffaria

#### **Misura 10.9.7.**

*"In presenza di specifiche lavorazioni in corso per le quali sia rilevabile un ritardo rispetto al cronoprogramma delle opere stimato per il periodo regolatorio di riferimento, unitamente all'assenza di valori incrementali rispetto a quelli risultanti al 31 dicembre dell'esercizio immediatamente precedente, la remunerazione del capitale afferente al totale delle lavorazioni connesse all'opera sarà sospesa sino all'entrata in esercizio dell'opera ad esse afferenti, a meno che il fatto non si possa ricondurre a cause non imputabili al gestore."*

Il settore aeroportuale si caratterizza per investimenti che richiedono lavorazioni di breve/media durata ovvero altri, quali le piste, che richiedono lavorazioni su orizzonti temporali ampi (circa 7 o 8 anni).

Il documento di consultazione prevede che nel caso di sospensione dei lavori – ad esempio della pista – gli investimenti relativi non sono più remunerati fino all'entrata in esercizio. Per evitare questa grave perdita di ricavi a copertura dei costi, ART richiede al gestore la difficile prova della assenza di cause non imputabile al gestore stesso.

Analogamente a quanto previsto per la trasmissione di elettricità, riteniamo maggiormente equilibrato gli investimenti rilevanti, cioè quelli che richiedono lavorazioni su un orizzonte temporale di oltre quattro anni:<sup>43</sup>

- siano remunerati al WACC nelle tariffe regolate fino all'anno in cui si realizza un ritardo per cause imputabili al gestore;
- siano remunerati nelle tariffe, dall'entrata in esercizio, mediante capitalizzazione degli oneri finanziari che contribuirà all'aumento del valore dell'investimento. Gli oneri finanziari vengono riconosciuti dall'anno del ritardo dovuto a cause imputabili al gestore all'anno di entrata in esercizio.

---

<sup>43</sup> Allegato A alla Delibera 27 dicembre 2019 568/2019/R/eel, Aggiornamento della regolazione tariffaria dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell'energia elettrica per il semiperiodo di regolazione 2020-2023, art. 18, comma 4.

Si rappresenta altresì che l'approccio proposto è conservativo in quanto nel trasporto del gas la dinamica tariffaria prevede la remunerazione al WACC dei Lavori In Corso iscritti a bilancio al 31 dicembre dell'anno precedente.<sup>44</sup>

#### **Misura 10.2.4. b) iii.**

*“L'eventuale eccedenza dei crediti verso clienti del settore regolato rispetto al limite di cui sopra<sup>45</sup> nonché quella relativa ai servizi afferenti al passeggero, deve essere ribaltata sui prodotti non regolati e non pertinenti, in base al driver del fatturato.”*

Pur valutando legittimo il principio di non allocare i crediti commerciali ai servizi afferenti al passeggero<sup>46</sup> in quanto quest'ultimo, pagante il biglietto in anticipo, non può essere responsabile del mancato pagamento degli stessi da parte della compagnia aerea, non si può porre in discussione la natura di attivo regolato di tali crediti che – come tale – deve essere considerata ammissibile a remunerazione in dinamica tariffaria. Si richiede, pertanto, che il modello consenta la successiva riallocazione della relativa quota dei crediti ammissibili agli altri servizi regolati.

Tale modalità risulterebbe in linea con quanto disciplinato nei pre-vigenti Contratti di Programma ex DL 78/2009. Si evidenzia, inoltre, che la stessa ART nel disposto delle delibere n. 92/2017 e n. 136/2020 non aveva espressamente previsto che l'allocazione di tali crediti escludesse la pertinenza agli altri (non *pax-related*) servizi regolati.

#### **Misura 27.1.1.**

*“Ciascun gestore aeroportuale è tenuto annualmente a predisporre e presentare all'Autorità, entro 30 giorni dalla data di approvazione del bilancio di esercizio, la contabilità regolatoria costituita dagli schemi contabili, di cui al paragrafo 27.2.2, [...]”*

La raccolta e l'elaborazione dei dati previsti negli Schemi contabili previsti dalla Misura 27.2.2. richiede un maggior impegno sia per il gestore aeroportuale che per la società di Revisione chiamata ad asseverarli. Si richiede, pertanto, di estendere il termine ultimo di consegna della Contabilità Regolatoria a 60 giorni dalla data di approvazione del bilancio di esercizio, in linea con le tempistiche del modello regolatorio dell'Autorità attualmente in vigore.

---

<sup>44</sup> Allegato A alla Delibera 28 marzo 2019 114/2019/R/gas, Criteri di regolazione tariffaria per il servizio di trasporto e misura del gas naturale per il quinto periodo di regolazione (2020-2023), art. 4, comma 7.

<sup>45</sup> 25% dei costi regolatori ammessi per singolo prodotto all'Anno base, questi ultimi inclusivi del costo del capitale.

<sup>46</sup> Diritti di Imbarco Passeggeri, Servizi di Sicurezza Pax e bagaglio al seguito, Bagagli da stiva, PRM.

**Misura 27.1.3.**

*“Il gestore che redige il bilancio di esercizio sulla base dei principi IAS/IFRS è tenuto a riclassificare i prospetti di bilancio secondo gli schemi dei principi contabili italiani e, successivamente, a riconciliare questi ultimi in accordo con i paragrafi 27.3.1 e 27.3.2.”*

Il gestore che riclassifica i valori di bilancio consolidato in linea ai principi contabili italiani illustrandone valori e contenuti all'interno del documento asseverato dalla società di revisione "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria"<sup>47</sup> potrà considerare questi ultimi come valori di bilancio nei prospetti di conto economico e patrimoniale previsti dalla misura 27.2.2.1. d), e), f).

Il passaggio sopra descritto si rende necessario proprio per convertire i valori IAS IFRS coerentemente alle nature rappresentate nelle righe dei prospetti di conto economico e stato patrimoniale pubblicati dall'Autorità (ex Artt. 2424 e 2425 cc).

Si richiede, pertanto, di integrare il testo della misura 27.1.3 come segue:

*“il gestore che redige il bilancio di esercizio sulla base dei principi IAS/IFRS è tenuto a riclassificare i prospetti di bilancio secondo gli schemi dei principi contabili italiani e, successivamente, a riconciliare questi ultimi in accordo con i paragrafi 27.3.1. e 27.3.2. all'interno del documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria". I valori di bilancio successivamente inseriti nei prospetti economici e patrimoniali indicati nella successiva misura 27.2.2.1. d), e), f), saranno, quindi, coerenti con la suddetta riclassifica”.*

**Misura 27.3.1.3**

*“Le tipologie di seguito indicate rappresentano oneri non pertinenti [...] g) oneri assicurativi non previsti da obblighi normativi”.*

Si richiede l'eliminazione della misura di cui trattasi ovvero la sua ri-definizione in base a criteri specifici. I costi assicurativi, ove pur non espressamente previsti da norme o rapporti concessori, mirano a garantire il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della società in caso di eventi che potrebbero impattare negativamente la gestione aeroportuale.

Si ricorda inoltre che la voce “assicurazioni aeroportuali” rientra tra quelle indicate nelle Linee Guida approvate con DM MIT del 10.12.2008 tra i costi specificamente allocabili a servizi sottoposti a regolazione e non in quanto elencata tra i cd. “costi generali” (par. 5.2.1.1. – Criteri di individuazione e di allocazione dei costi).

---

<sup>47</sup> Previsto dalla Misura 27.2.3.

La discontinuità introdotta con il documento in consultazione è lesiva degli interessi della collettività degli *stakeholder* (la piena operatività del gestore aeroportuale) ed ART non adduce ragioni che la giustifichino.

### **Misura 27.4.3.**

*“Le società di gestione aeroportuale soggette alla redazione del bilancio consolidato ai sensi del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, dovranno redigere gli schemi di conto economico consolidati rispetto a tutte le società incluse nel perimetro di consolidamento”.*

Si evidenzia in merito come esempio il caso di ADR, gestore che ha affidato il servizio di assistenza al passeggero PRM ad una società controllata costituita ad hoc. La controllata ADR Assistance effettua esclusivamente questo tipo di servizio ed il corrispettivo applicato da ADR all'utenza nei due scali di Fiumicino e Ciampino è trasparentemente determinato in sede di consultazione con l'utenza sull'analisi dei costi ammessi del suo bilancio, comprensivo di un minimo rapporto infragruppo relativo a servizi di staff addebitati dalla controllante.

La Co.Re. di ADR, quindi, successivamente alla riclassifica delle poste di bilancio a valori ITA GAAP, deconsolida le partite infragruppo da e verso ADR Assistance, assimilandola ad una società terza<sup>48</sup>. L'addebito della controllata alla controllante per il servizio di assistenza prestato è quindi ignorato nella determinazione del corrispettivo PRM.

La misura dovrà quindi considerare eccezioni argomentate dal gestore aeroportuale.

### **Misura 27.5.1.**

*Ai fini della redazione della contabilità regolatoria, le suddette componenti economiche e patrimoniali potranno risultare di pertinenza:*

- *diretta ed esclusiva di una specifica attività;*
- *di una pluralità di attività, in caso allocabili pro quota in base a specifici driver, da esplicitare e motivare nella relazione di cui al paragrafo 27.2.3;*
- *dell'insieme delle attività (incluse le spese generali), in tal caso allocabili in base al driver aggregato individuato dall'Autorità al successivo punto 4.*

Limitando la definizione dei criteri di allocazione a quelli rappresentati nella Misura 27.5.1, si tende a sottovalutare la peculiarità di quei concessionari, come ad esempio ADR, aventi la gestione di un sistema aeroportuale. L'esperienza acquisita in anni di evoluzione del modello di Co.Re. ha evidenziato che per una più puntuale individuazione delle attribuzioni ai servizi negli scali gestiti è opportuno procedere ad almeno quattro sequenze di allocazione dei costi:

---

<sup>48</sup> Il documento “Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria” fornirà le necessarie informazioni e gli impatti economici del suddetto deconsolidamento.



- a) diretta ed esclusiva di una specifica attività;
- b) diretta pro-quota verso una pluralità di attività, allocabili in base a specifici driver, da esplicitare e motivare nella relazione di cui al paragrafo 27.2.3;
- c) dell'insieme delle attività, afferenti entrambi gli scali gestiti, in base al driver aggregato individuato dall'Autorità al successivo punto 4;
- d) altri indiretti, dell'insieme delle attività specifiche di un singolo scalo, o di una singola Area di Business, attraverso l'analisi di allocazioni specifiche di cui ai precedenti punti a), b) e c).

Alcuni esempi:

- Costi di natura generale specifici di scalo, attraverso l'utilizzo di una chiave di allocazione parziale di scalo calcolata rispetto al precedente punto c);
- Costi di natura generale specifici di un singolo business (Immobiliare, Aviation, Commerciale, Altro), attraverso una chiave di allocazione calcolata rispetto al precedente punto c), limitatamente ai soli servizi del business;
- Allocazione dei costi di un responsabile di funzione in base ad alcune allocazioni di cui al punto a) e b) della sua unità organizzativa;
- la funzione HR alloca i suoi costi sulla base delle allocazioni del costo del lavoro attraverso un'ultima sequenza rispetto a tutta l'allocazione del costo del lavoro

La misura dovrà quindi considerare "altre allocazioni indirette, costruite sull'insieme delle attività specifiche di un singolo scalo, o di una singola Area di Business attraverso l'analisi di allocazioni specifiche di cui ai precedenti punti a), b) e c)".

## **B. Osservazioni relative al documento “Linee Guida per la compilazione dei format di contabilità regolatoria per il settore aeroportuale”**

### **Paragrafo 2 - Premessa**

*A partire dall'esercizio 2022, la raccolta dei dati contabili da parte della Società di gestione aeroportuale dovrà essere prevista secondo gli schemi allegati ed illustrati nelle presenti Linee Guida. Nel merito il nuovo modello prevede la redazione di un fascicolo di contabilità regolatoria, costituito da:*

- [...] *d. Prospetto di conto economico della contabilità regolatoria e di riconciliazione con il bilancio di esercizio, sulla base dei centri di costo/ricavo e delle componenti economiche (“conto economico” e “conto economico indiretto”);*
- *e. Prospetto di stato patrimoniale Prospetto di stato patrimoniale della contabilità regolatoria e di riconciliazione con il bilancio di esercizio, sulla base dei centri di costo/ricavo e delle componenti patrimoniali (“stato patrimoniale” e “stato patrimoniale indiretto”)*

Rispetto ai criteri di allocazione indicati nella Misura 27.5.1 la prevista allocazione indiretta tra “Indiretti” e “Generali di Struttura” si veda la seguente proposta di integrazione del testo di cui sopra ai fini di una puntuale rappresentazione.

- *d. La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generali) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;*
- *e. La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generali) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;*

### **Paragrafo 4.2 - Investimenti e manutenzioni**

*Investimenti effettuati nell'anno: con riferimento all'anno di rilevazione, deve essere indicato l'ammontare, determinato mediante il principio di cassa, di tutti gli investimenti che erano stati previsti nel piano degli investimenti approvato dal concedente*

Riferirsi ad un principio di cassa può generare errori ed incomprensioni: il principio di cassa richiama generalmente la fase del pagamento o dell'incasso di una posta patrimoniale o economica. Il bilancio e la Co.Re., di conseguenza, vengono redatti avendo a riferimento il principio della competenza. Coerentemente, si suggerisce di sostituire il testo: “*determinato mediante il principio di cassa*” con “*determinato in base al principio della competenza*”.

### **Paragrafo 4.3 - Prospetti di conto economico e patrimoniale**

*La suddivisione delle poste contabili deve rispettare i criteri di separazione contabile verso i centri di costo e di ricavi; si dovranno attribuire alle attività descritte tutte le poste patrimoniali ed economiche che è possibile attribuire direttamente o in virtù di una misurazione specifica. [...]*

Le poste patrimoniali, gestite esclusivamente nelle sezionali di contabilità generale, non sono allocabili direttamente ai servizi, in quanto non rilevate con oggetti di contabilità analitica che possano attribuirle agli stessi. Si ritiene inutile e gravoso prevedere che la Co.Re gestisca poste di bilancio patrimoniali non incluse nel calcolo tariffario.

La richiesta di dettaglio di alcune nature patrimoniali, nel caso non ci fosse l'apertura richiesta a livello di piano dei conti civilistico, potrà essere aggregata senza il dettaglio richiesto<sup>49</sup>. La necessità di gestire e, in molti casi, allocare nel modello di contabilità regolatoria tutte le poste patrimoniali richiederà la modifica dei valori in input, la creazione di nuove logiche allocative, lo sviluppo di nuovi report, l'obbligo da parte dei revisori di asseverare tutte le voci nel dettaglio richiesto (soprattutto nel caso di conversione tra poste patrimoniali da IAS/IFRS a ITA GAAP, non sempre equivalenti) e conseguente aumento delle procedure di verifica da parte dei revisori e del relativo costo di certificazione.

In merito alle poste patrimoniali, sarà necessario allocare ai servizi soltanto quelle rilevanti ai fini del calcolo tariffario.

#### **Paragrafo 4.3.2 - Conti economici e patrimoniali: colonne**

*Totale bilancio: deve essere riportato il dato desumibile dal bilancio di esercizio della società di gestione che permetta la verifica delle informazioni riportate negli schemi contabili. Le imprese che redigono il bilancio secondo IAS/IFRS dovranno seguire quanto previsto dai nuovi Modelli.*

La conversione dei valori di bilancio IAS/IFRS a quelli ITA GAAP (vedi commento alla Misura 27.1.3), è propedeutica all'inserimento dei valori da allocare ai servizi nel modello di Co.Re. Pertanto, non sarà più necessario commentare eventuali rettifiche di conversione negli schemi economici, in quanto i dati di Bilancio saranno valorizzati direttamente in ITA GAAP. I commenti richiesti saranno contenuti nel documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria".

#### **Paragrafo 4.3.2.5 - Attribuzione Indiretta**

*Tra i costi generali, vi rientrano, a titolo esemplificativo:*

- n) coordinamento di scalo

Si evidenzia incoerenza tra (i) l'assegnazione ai costi di coordinamento di scalo della natura di costi allocabili esclusivamente con chiave indiretta a tutti i servizi e (ii) la sua contemporanea presenza nell'elenco delle "Infrastrutture Centralizzate" del successivo paragrafo 4.4.

Riteniamo che il coordinamento di scalo sia una prestazione da allocare ai soli servizi Aviation, chiave indiretta, servizi regolati di scalo.

---

<sup>49</sup> Un esempio: ratei e risconti attivi o passivi di natura "operativa" o "non operativa"

#### **Paragrafo 4.4 - Infrastrutture Centralizzate, BUE**

*Vedi elenco*

L'elenco di cui sopra include infrastrutture centralizzate che non vengono fatturate direttamente all'utenza come servizi, ma rappresentano costi operativi allocabili ai servizi stessi, tra i quali:

- coordinamento generale di scalo;
- l'Informativa di scalo;
- impianto depurazione acqua/oli.

Il gestore rappresenterà il dettaglio dei costi esclusivamente per le infrastrutture oggetto di specifico corrispettivo all'utenza. I banchi biglietteria e info concessi come "beni di uso esclusivo" ai vettori aerei sono sempre stati considerati tra i servizi non regolati, al pari delle Sale VIP.

Aeroporti di Roma S.p.A.  
Affari Regolatori  
Fabio Soleri



Misura	Paragrafo	Citazione del testo da modificare/integrare	Inserimento del testo modificato/integrato	Breve nota illustrativa delle motivazioni sottese alla proposta di modifica/integrazione
10	10.1.1 Impostazione generale	2. Definito dunque il corrispettivo unitario all'Anno base del singolo prodotto j-esimo (pari al rapporto fra i costi totali ammessi e le rispettive unità di servizio), e definita l'evoluzione nel Periodo dei costi operativi e di capitale ammessi, la dinamica dei corrispettivi è definita nel periodo tariffario, di durata massima di cinque anni, con l'applicazione della seguente formula: $ct,j \leq (xt,j + kt,j + vt,j) \cdot (1+\varepsilon t) - MCt,j + Pft,j + Bt,j$	2. Definito dunque il corrispettivo unitario all'Anno base del singolo prodotto j-esimo (pari al rapporto fra i costi totali ammessi e le rispettive unità di servizio), e definita l'evoluzione nel Periodo dei costi operativi e di capitale ammessi, la dinamica dei corrispettivi è definita nel periodo tariffario, di durata massima di cinque anni, con l'applicazione della seguente formula: $ct,j \leq (xt,j + kt,j + vt,j) \cdot (1+\varepsilon t) - MCt,j + Pft,j + Bt,j$	La formula tariffaria prevista da ART conferma l'applicazione del regime in dual till, ma presenta il parametro MC (relativo al "margine commerciale"). Il modello chiarisce che il parametro MC non pesa sull'applicazione del dual till, a condizione che vengano rispettati i previsti criteri di trasparenza. In tale contesto, si ritiene che la formula tariffaria alla misura 10.1.1 del documento in consultazione debba essere modificata con l'eliminazione del riferimento alla possibile detrazione del margine commerciale (MC) dai corrispettivi
10	10.1.2.2. Dinamica nel periodo dei costi operativi ammessi all'Anno base	In caso di applicazione di quanto previsto al paragrafo 10.1, punto 1, lettera a), ossia l'utilizzo quale Anno base dell'annualità precedente a quella caratterizzata dallo stato d'emergenza, la dinamica nel periodo dei costi operativi ammessi all'Anno base per il singolo prodotto regolato j è sviluppata annualmente facendo riferimento alle variazioni cumulate del traffico, dell'inflazione e dell'efficientamento rispetto all'anno base, individuato come specificato sopra. La dinamica avrà pertanto il seguente profilo: $Ct,j = CAB,j \cdot (1 + \Delta Tt,AB \cdot \eta) \cdot (1 + Pt,AB - \pi t,AB)$	In caso di applicazione di quanto previsto al paragrafo 10.1, punto 1, lettera a), ossia l'utilizzo quale Anno base dell'annualità precedente a quella caratterizzata dallo stato d'emergenza, la dinamica <del>nel periodo</del> dei costi operativi ammessi all'Anno base per il singolo prodotto regolato j è <b>aggiornata sviluppata all'Anno Ponte annualmente</b> facendo riferimento alle variazioni cumulate del traffico e dell'inflazione <del>e dell'efficientamento rispetto all'anno base, individuato come specificato sopra</del> . La dinamica avrà pertanto il seguente profilo: $Ct,j = CAB,j \cdot (1 + \Delta Tt,AB \cdot \eta) \cdot (1 + Pt,AB - \pi t,AB)$	In nota 7 di pagina 34 del punto 10.1.2, comma 1, del documento di consultazione ART chiarisce che l'aggiornamento all'Anno Ponte dei costi operativi ammessi all'Anno Base è calcolato in funzione del tasso di inflazione programmato e dell'elasticità dei costi alle variazioni dei volumi di traffico. Segnaliamo, tuttavia, che sullo stesso punto il comma 2 sembrerebbe fornire una indicazione apparentemente contraddittoria. Tale comma dice che – nel caso in cui l'Anno Base viene individuato con l'anno precedente all'anno caratterizzato dallo stato di emergenza – la dinamica dei costi operativi nel corso del periodo è sviluppata annualmente in funzione delle variazioni cumulate con riferimento

				all'Anno Base di: volumi traffico; inflazione; parametro di efficientamento.
10	10.1.3. Elasticità dei costi operativi ai volumi di traffico	<p>1. L'Autorità stabilisce il valore, costante nel periodo tariffario, del coefficiente di elasticità dei costi operativi al variare del traffico (espresso in WLU) secondo la metodologia di cui all'Annesso 1.</p> <p>2. A seguito dell'applicazione di tale metodologia, il coefficiente di elasticità è stabilito nella misura di _____.</p> <p>3. Ove all'Anno base sia in atto o prevedibile, sulla base di analitiche e documentate motivazioni, un trend negativo del traffico per determinate annualità, a livello di sistema o di singolo scalo, riassorbibile nel breve periodo, l'elasticità definita ex ante in via programmatica per tali annualità sarà posta uguale a zero, in</p>	<p>1. L'Autorità stabilisce il valore, costante nel periodo tariffario, del coefficiente di elasticità dei costi operativi al variare del traffico (espresso in WLU) secondo la metodologia di cui all'Annesso 1.</p> <p>2. A seguito dell'applicazione di tale metodologia, il coefficiente di elasticità è stabilito nella misura di _____.</p> <p><b>2.bis L'Autorità effettuerà entro sei mesi dalla pubblicazione della delibera di approvazione dei modelli tariffari una consultazione pubblica avente ad oggetto le modalità di stima del coefficiente di elasticità e, fino alla definizione del procedimento, applicherà un parametro di elasticità calcolato come media dei vigenti parametri di elasticità, ponderati per le singole voci di costo del singolo gestore.</b></p> <p>3. Ove all'Anno base sia in atto o prevedibile, sulla base di analitiche e documentate motivazioni, un trend negativo del traffico per determinate annualità, a livello di sistema o di singolo scalo, riassorbibile nel breve periodo, l'elasticità definita ex ante in via programmatica per tali annualità sarà posta uguale a zero, in</p>	<p>Si ritiene positiva la scelta dell'Autorità di individuare un unico parametro di elasticità, lasciando quindi al gestore la facoltà di scegliere in maniera autonoma la composizione dei costi operativi al variare dei volumi di traffico. Purtroppo, sottolineiamo gli aspetti critici aventi ad oggetto le metodologie di stima effettuate con la tecnica della Stochastic Frontier Analysis.</p> <p>L'analisi effettuata da ADR sui costi operativi per natura come riportati nella Contabilità Regolatoria certificata 2019 mostra che la gran parte dei costi operativi è da considerare non comprimibile per vincoli contrattuali e/o di contratto di lavoro e solo una residua parte degli stessi costi è efficientabile. L'elasticità dei costi operativi è da intendersi pari a zero, in conseguenza della pandemia non solo nei casi in cui il trend negativo del traffico è riassorbibile in meno di dodici mesi, ma fino a quanto il traffico non raggiungerà i livelli pre-pandemia del 2019.</p> <p>Riteniamo inoltre che l'Autorità dovrebbe effettuare una consultazione pubblica sulle modalità di stima dell'elasticità.</p>

		considerazione della temporanea rigidità dei costi operativi contrattualizzati. Ne deriva che per tali annualità, i costi operativi ammessi saranno quelli dell'annualità precedente, aggiornati tramite l'applicazione dell'inflazione programmata e del coefficiente di efficientamento. Il trend negativo si intende riassorbibile nel breve periodo quando lo stesso afferisce ad eventi i cui effetti si esauriscono in meno di dodici mesi.	considerazione della temporanea rigidità dei costi operativi contrattualizzati. Ne deriva che per tali annualità, i costi operativi ammessi saranno quelli dell'annualità precedente, aggiornati tramite l'applicazione dell'inflazione programmata e del coefficiente di efficientamento. Il trend negativo si intende riassorbibile nel breve periodo quando lo stesso afferisce ad eventi i cui effetti si esauriscono in meno di dodici mesi, <b>ovvero fino a quando i volumi di traffico raggiungeranno i livelli pre-pandemia del 2019.</b>	
10	10.1.4. Obiettivo di recupero di produttività da efficientamento	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Il coefficiente di recupero della produttività annuo (<math>\pi t</math>) è il valore annuale di recupero di produttività del gestore, relativo a ciascuna annualità del periodo tariffario, come risultante in esito alla procedura di consultazione.</li> <li>2. Detto valore (<math>\pi t</math>) è compreso all'interno del seguente intervallo: <math>(0,3 * \pi t *) \leq \pi t \leq (\pi t *)</math> Allegato A alla delibera n. 80/2022 del 12 maggio 2022 36/101 dove <math>\pi t *</math> è il valore annuale di potenziale recupero di produttività calcolato</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Il coefficiente di recupero della produttività annuo (<math>\pi t</math>) è il valore annuale di recupero di produttività del gestore, relativo a ciascuna annualità del periodo tariffario, come risultante in esito alla procedura di consultazione.</li> <li>2. Detto valore (<math>\pi t</math>) è compreso all'interno del seguente intervallo: <math>(0,3 * \pi t *) \leq \pi t \leq (\pi t *)</math> Allegato A alla delibera n. 80/2022 del 12 maggio 2022 36/101 dove <math>\pi t *</math> è il valore annuale di potenziale recupero di produttività calcolato</li> </ol>	Le modalità di calcolo prospettate nel documento di consultazione, pur risentendo delle limitazioni metodologiche della Stochastic Frontier Analysis (SFA), consentono di mitigarne l'impatto perché "tagliano" valori eccessivamente elevati degli efficientamenti calcolati per i singoli aeroporti, che vengono sostituiti con il decimo e il novantesimo percentile delle stime effettuate per tutti gli aeroporti considerati. La previsione di un intervallo di valori dei coefficienti di recupero della produttività, al posto di un valore puntuale, consente di trovare una

		<p>per ciascun gestore secondo la metodologia di cui all'Annesso 1.</p> <p>3. Nel caso in cui <math>0,3 * \pi t *</math> è maggiore di <math>\pi 0.1, t *</math> (valore annuale di potenziale recupero di produttività riferito al decimo percentile), il limite inferiore della formula è da assumersi pari a <math>\pi 0.1, t *</math>.</p> <p>4. Nel caso in cui <math>\pi t *</math> è maggiore di <math>\pi 0.9, t *</math> (valore annuale di potenziale recupero di produttività riferito al novantesimo percentile), il limite superiore della formula è da assumersi pari a <math>\pi 0.9, t *</math>.</p> <p>5. Il valore annuale di potenziale recupero di produttività <math>\pi t *</math> è reso disponibile su richiesta del singolo gestore e secondo le modalità e le tempistiche di cui al paragrafo 7.1.1, punto 2, lettera f), al fine di essere dallo stesso utilizzato per l'elaborazione della proposta di revisione dei diritti aeroportuali da sottoporre agli utenti all'atto dell'apertura della relativa consultazione.</p>	<p>per ciascun gestore secondo la metodologia di cui all'Annesso 1.</p> <p>3. Nel caso in cui <math>0,3 * \pi t *</math> è maggiore di <math>\pi 0.1, t *</math> (valore annuale di potenziale recupero di produttività riferito al decimo percentile), il limite inferiore della formula è da assumersi pari a <math>\pi 0.1, t *</math>.</p> <p>4. Nel caso in cui <math>\pi t *</math> è maggiore di <math>\pi 0.9, t *</math> (valore annuale di potenziale recupero di produttività riferito al novantesimo percentile), il limite superiore della formula è da assumersi pari a <math>\pi 0.9, t *</math>.</p> <p>5. Il valore annuale di potenziale recupero di produttività <math>\pi t *</math> è reso disponibile su richiesta del singolo gestore e secondo le modalità e le tempistiche di cui al paragrafo 7.1.1, punto 2, lettera f), al fine di essere dallo stesso utilizzato per l'elaborazione della proposta di revisione dei diritti aeroportuali da sottoporre agli utenti all'atto dell'apertura della relativa consultazione.</p> <p><b>5.bis il coefficiente di recupero di produttività di ciascun aeroporto deve essere individuato nell'ambito della consultazione con gli utenti sulla base di evidenze oggettive prodotte dal gestore aeroportuale. Il gestore dovrà supportare la scelta del coefficiente di produttività con una manifesta, oggettiva e</b></p>	<p>soluzione pratica – se ben implementata – che può mitigare il problema della indeterminatezza dei risultati delle stime SFA. Riteniamo che ART dovrebbe effettuare una consultazione specifica avente ad oggetto la metodologia di identificazione del parametro di efficientamento dei costi operativi degli aeroporti.</p> <p>Il modello tariffario in consultazione, conformemente alle prescrizioni della Direttiva Europea sui diritti aeroportuali, prevede che le tariffe vengano determinate nell'ambito della consultazione con gli utenti e, in caso di mancato accordo, nell'ambito della verifica effettuata da ART.</p> <p>Riteniamo che la stima dei costi operativi efficienti con la metodologia statistica della SFA richieda particolari cautele nella concreta implementazione. In assenza di tali cautele si possono ottenere risultati teorici che potrebbero risultare non concretamente conseguibili ovvero capaci di recare conseguenze fortemente negative per gli aeroporti. Cautele nelle modalità implementative sono anche suggerite dal fatto che i regolatori aeroportuali, fino ad ora, non hanno utilizzato la SFA per calcolare i costi operativi riconosciuti a fini tariffari.</p>
--	--	--	--	---



		<p>6. Con esclusivo riferimento agli aeroporti che non hanno registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti l'anno ponte, non trova applicazione quanto previsto ai precedenti punti 2 e 5, e il parametro <math>\pi t</math> è definito dal gestore aeroportuale in esito alla consultazione con gli utenti dell'aeroporto. Detto parametro <math>\pi t</math> dovrà essere superiore a zero.</p> <p>7. Ai fini di cui al punto 6 non si considera il volume di traffico conseguito nelle annualità interessate da dichiarazioni di stato d'emergenza da parte delle Autorità competenti</p>	<p><b>documentata evidenza di vincoli alle azioni di efficientamento. Tale evidenza, per motivi di confidenzialità, verrà sinteticamente esposta nella consultazione agli utenti e verrà dettagliatamente trasmessa all'Autorità.</b></p> <p>6. Con esclusivo riferimento agli aeroporti che non hanno registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti l'anno ponte, non trova applicazione quanto previsto ai precedenti punti 2 e 5, e il parametro <math>\pi t</math> è definito dal gestore aeroportuale in esito alla consultazione con gli utenti dell'aeroporto. Detto parametro <math>\pi t</math> dovrà essere superiore a zero.</p> <p>7. Ai fini di cui al punto 6 non si considera il volume di traffico conseguito nelle annualità interessate da dichiarazioni di stato d'emergenza da parte delle Autorità competenti</p> <p><b>8. L'Autorità effettuerà entro sei mesi dalla pubblicazione della delibera di approvazione dei modelli tariffari una consultazione pubblica sulla Stochastic Frontier Analysis e, fino alla definizione del procedimento, applicherà il parametro di efficientamento dell'ultimo periodo tariffario.</b></p>	<p>Per un gestore come ADR che ha internalizzato servizi prima esternalizzati quali la pulizia con ricadute virtuose in termini di qualità del servizio e che ha significativamente incrementato le manutenzioni rispetto al passato a beneficio delle compagnie aeree, una stima meramente teorica, non adeguatamente specificata, dei costi operativi ammessi a dinamica tariffaria condurrebbe ad una ingiustificata pressione sull'organico.</p> <p>Per mitigare il rischio di applicare efficientamenti eccessivi, come già previsto per i concessionari autostradali, riteniamo che il coefficiente di recupero di produttività di ciascun aeroporto debba essere individuato nella consultazione con gli utenti sulla base di evidenze oggettive prodotte dal gestore aeroportuale. Il gestore dovrà supportare la scelta del coefficiente di produttività con una manifesta, oggettiva e documentata evidenza di vincoli alle azioni di efficientamento. Il coefficiente di produttività rappresentato in consultazione potrà anche essere inferiore ai valori individuati dall'Autorità, nei casi supportati dall'evidenza prodotta. Tale evidenza, per motivi di confidenzialità, verrà sinteticamente esposta nella consultazione agli utenti e verrà dettagliatamente trasmessa all'Autorità.</p>
--	--	---	--	---

10	10.2.4 b) iii. Capitale investito netto all'Anno base ed evoluzione nel Periodo tariffario	l'eventuale eccedenza dei crediti verso clienti del settore regolato rispetto al limite di cui sopra <sup>1</sup> nonché quella relativa ai servizi afferenti al passeggero, deve essere ribaltata sui prodotti non regolati e non pertinenti, in base al driver del fatturato.	l'eventuale eccedenza dei crediti verso clienti del settore regolato rispetto al limite di cui sopra, <del>nonché quella relativa ai servizi afferenti al passeggero,</del> deve essere ribaltata sui prodotti non regolati e non pertinenti, in base al driver del fatturato.	<p>Pur considerando legittimo il principio di non allocare i crediti commerciali ai servizi afferenti al passeggero<sup>2</sup> in quanto quest'ultimo, pagante il biglietto in anticipo, non può essere responsabile del mancato pagamento degli stessi da parte della compagnia aerea, non si può porre in discussione la natura di attivo regolato di tali crediti che – come tale – deve essere considerata ammissibile a remunerazione in dinamica tariffaria. Si richiede, pertanto, che il modello consenta la successiva riallocazione della relativa quota dei crediti ammissibili agli altri servizi regolati.</p> <p>Tale modalità risulta in linea con quanto disciplinato nei pre-vigenti Contratti di Programma ex DL 78/2009. Si evidenzia, inoltre, che la stessa ART nel disposto delle delibere n. 92/2017 e n.136/2020 non aveva espressamente previsto che l'allocazione di tali crediti escludesse la pertinenza agli altri (non <i>pax-related</i>) servizi regolati.</p>
10	10.2.6 10.2.7 10.2.8 Capitale Investito netto all'Anno Base ed	6. Lo sviluppo, per ciascun anno $t$ del Periodo tariffario, delle immobilizzazioni materiali ed immateriali esistenti all'Anno base (sia autofinanziate che, nei casi, limiti e condizioni ammessi dalla delibera CIPE	6. Lo sviluppo, per ciascun anno $t$ del Periodo tariffario, delle immobilizzazioni materiali ed immateriali esistenti all'Anno base (sia autofinanziate che, nei casi, limiti e condizioni ammessi dalla delibera CIPE	ART ha previsto di rivalutare il CIN all'interno del periodo tariffario per tutti e cinque gli anni del periodo tariffario con il tasso di inflazione programmata ultimo disponibile al momento della revisione tariffaria quinquennale.

<sup>1</sup> 25% dei costi regolatori ammessi per singolo prodotto all'Anno base, questi ultimi inclusivi del costo del capitale.

<sup>2</sup> Diritti di Imbarco Passeggeri, Servizi di Sicurezza Pax e bagaglio al seguito, Bagagli da stiva, PRM.

	<p>evoluzione nel periodo tariffario</p>	<p>38/2007 al paragrafo 3.2.1, finanziate con risorse pubbliche) è effettuato <i>ex ante</i>, portando annualmente in detrazione la quota di ammortamento di competenza ed aggiornando il valore residuo da remunerare secondo la seguente formula:</p> $(VNR)1^{\circ} \text{ gennaio anno } t = (VNR)31 \text{ dicembre anno } t-1 * (1+P),$ <p>dove:</p> $(VNR)31 \text{ dicembre anno } t-1 = [(VNR)1^{\circ} \text{ gennaio anno } t-1 - (AMM) \text{ anno } t-1]$ <p>con:</p> <p>P è il tasso di inflazione programmata utilizzato ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito netto, di cui al paragrafo 10.5;</p> <p>(VNR) è il valore netto residuo delle immobilizzazioni materiali ed immateriali;</p> <p>(AMM) rappresenta l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali ed immateriali.</p> <p>Fatto salvo quanto previsto per l'indice di rivalutazione di cui al successivo paragrafo 10.4, ai fini del</p>	<p>38/2007 al paragrafo 3.2.1, finanziate con risorse pubbliche) è effettuato <i>ex ante</i>, portando annualmente in detrazione la quota di ammortamento di competenza ed aggiornando il valore residuo da remunerare secondo la seguente formula:</p> $(VNR)1^{\circ} \text{ gennaio anno } t = (VNR)31 \text{ dicembre anno } t-1 * (1+P),$ <p>dove:</p> $(VNR)31 \text{ dicembre anno } t-1 = [(VNR)1^{\circ} \text{ gennaio anno } t-1 - (AMM) \text{ anno } t-1]$ <p>con:</p> <p><b>P è il Deflatore degli Investimenti Fissi Lordi pubblicato annualmente dall'Autorità per l'anno di riferimento;</b></p> <p>(VNR) è il valore netto residuo delle immobilizzazioni materiali ed immateriali;</p> <p>(AMM) rappresenta l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali ed immateriali.</p> <p>Fatto salvo quanto previsto per l'indice di rivalutazione di cui al successivo paragrafo 10.4, ai fini del</p>	<p>La metodologia proposta di calcolo di CIN rivalutato non tiene conto delle mutate condizioni del contesto macroeconomico attuale che determinano incertezza e forte volatilità di inflazione e tassi di interesse. In passato, Documento di Economia e Finanza (DEF) e suoi aggiornamenti, approvati periodicamente dal Governo, contenevano valori previsionali dell'inflazione programmata su orizzonti temporali pluriennali. Negli ultimi anni, le incertezze sulle previsioni hanno determinato un cambiamento di direzione e il DEF riporta la previsione del tasso di inflazione programmata solamente per l'anno a seguire. Inoltre, le serie storiche per inflazione programmata e indice IFL mostrano dinamiche fra loro differenti.</p> <p>Il CIN rivalutato deve esprimere il valore corrente degli asset (calcolo backward-looking che aggiorna il valore corrente degli asset per l'inflazione consuntivata/consuntivanda).</p> <p>Riteniamo che l'Autorità debba aggiornare ogni anno il valore corrente del Capitale Investito Netto nel periodo tariffario, utilizzando:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'indice IFL per la rivalutazione annua degli asset</li> <li>- il tasso di inflazione programmata ultimo disponibile per la rivalutazione del saldo crediti/debiti allocato al</li> </ul>
--	--	---	--	---

		<p>calcolo del valore del CIN da ammettere all'Anno base e del relativo sviluppo per ciascuna annualità del Periodo tariffario si applica, per quanto non disciplinato dal presente Modello, la metodologia prevista alla sez. 3 delle Linee guida ENAC</p> <p>7. Lo sviluppo, per ciascun anno <math>t</math> del Periodo tariffario, del saldo crediti/debiti allocato al singolo prodotto si ottiene rivalutando il valore dell'anno precedente con il tasso di inflazione programmata, utilizzato ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito netto, di cui al paragrafo 10.5.</p> <p>8. Per quanto attiene alla dinamica nel periodo delle lavorazioni in corso, il valore ammesso all'Anno base sarà tenuto costante, fino ad eventuale entrata in esercizio dell'opera nel periodo, e rivalutato annualmente, in ragione del tasso di inflazione programmata utilizzato ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito netto, di cui al paragrafo 10.5.</p>	<p>calcolo del valore del CIN da ammettere all'Anno base e del relativo sviluppo per ciascuna annualità del Periodo tariffario si applica, per quanto non disciplinato dal presente Modello, la metodologia prevista alla sez. 3 delle Linee guida ENAC</p> <p>7. Lo sviluppo, per ciascun anno <math>t</math> del Periodo tariffario, del saldo crediti/debiti allocato al singolo prodotto si ottiene rivalutando il valore dell'anno precedente con il tasso di inflazione programmata, <b>riportato nell'ultimo DEF o nota di aggiornamento pubblicata. utilizzato ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito netto, di cui al paragrafo 10.5.</b></p> <p>8. Per quanto attiene alla dinamica nel periodo delle lavorazioni in corso, il valore ammesso all'Anno base sarà tenuto costante, fino ad eventuale entrata in esercizio dell'opera nel periodo, e rivalutato annualmente, in ragione del tasso di inflazione programmata <b>riportato nell'ultimo DEF o nota di aggiornamento pubblicata. utilizzato ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito netto, di cui al paragrafo 10.5.</b></p>	<p>singolo prodotto e per le lavorazioni in corso.</p>
--	--	---	---	--

10	10.5.1 Formula generale	<p>1. L'Autorità determina la remunerazione del capitale investito netto che spetta ai gestori aeroportuali mediante la metodologia del costo medio ponderato del capitale investito (WACC), in base alla seguente formula:</p> $R = g \cdot Rd(1-t)/(1-T) + (1-g) \cdot Re(1-T)$ <p>dove:</p> <p>Rd è il tasso nominale di rendimento ammesso sul capitale di debito;  Re è il tasso nominale di rendimento ammesso sul capitale proprio;  g è la quota di indebitamento finanziario nozionale di settore (gearing);  t rappresenta lo "scudo fiscale";  T è l'aliquota fiscale equivalente;  R è il tasso di remunerazione del capitale (WACC) definito in termini nominali che viene convertito in termini reali attraverso la formula di Fisher:</p> $R_{reale} = 1 + R(1+P) - 1$ <p>dove:  P è il tasso di inflazione programmata medio risultante – per le cinque annualità successive alla data di pubblicazione di cui al paragrafo 10.5.4– dall'ultimo Documento di</p>	<p>2. L'Autorità determina la remunerazione del capitale investito netto che spetta ai gestori aeroportuali mediante la metodologia del costo medio ponderato del capitale investito (WACC), in base alla seguente formula:</p> $R = g \cdot Rd(1-t)/(1-T) + (1-g) \cdot Re(1-T)$ <p>dove:</p> <p>Rd è il tasso nominale di rendimento ammesso sul capitale di debito;  Re è il tasso nominale di rendimento ammesso sul capitale proprio;  g è la quota di indebitamento finanziario nozionale di settore (gearing);  t rappresenta lo "scudo fiscale";  T è l'aliquota fiscale equivalente;  R è il tasso di remunerazione del capitale (WACC) definito in termini nominali che viene convertito in termini reali attraverso la formula di</p> $R_{reale} = 1 + R(1+P) - 1$ <p>dove:  <b>P è il tasso di inflazione implicito calcolato sulla base dell'interest rate swap indicizzato all'inflazione programmata medio risultante – per le cinque annualità successive alla data di pubblicazione di cui al</b></p>	<p>Il WACC è una misura forward-looking, in quanto rappresenta il rendimento atteso dagli investitori nel corso del periodo regolatorio.</p> <p>Dal 2019 il DEF pubblica un unico tasso di inflazione programmata, rilevante per un solo anno (ad esempio nel DEF del 2022 il Governo Italiano ha pubblicato l'inflazione programmata solamente per il 2022 stesso). L'inflazione programmata non rappresenta un buon indicatore dell'evoluzione attesa dell'inflazione all'interno del periodo regolatorio,</p> <p>Riteniamo, pertanto, che ART dovrebbe convertire il WACC nominale in valore reale con il tasso di inflazione implicito calcolato sulla base dell'interest rate swap indicizzato all'inflazione coerente con il futuro periodo di regolazione e non con l'inflazione programmata.</p>
----	-------------------------------	--	--	--

		<p>Economia e Finanza disponibile. Qualora i dati disponibili non coprissero le cinque annualità di tale periodo, si fa riferimento al dato dell'ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima del dato per le annualità residue del periodo. Per l'applicabilità del tasso reale vale quanto previsto al paragrafo 10.2.</p>	<p><del>paragrafo 10.5.4 – dall'ultimo Documento di Economia e Finanza disponibile. Qualora i dati disponibili non coprissero le cinque annualità di tale periodo, si fa riferimento al dato dell'ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima del dato per le annualità residue del periodo.</del></p> <p>Per l'applicabilità del tasso reale vale quanto previsto al paragrafo 10.2.</p>	
10	10.5.5 Variabili esogene (remunerazione del capitale investito)	<p>1. Il risk free rate (RFR) è dato dalla media aritmetica dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale, rilevati dalla Banca d'Italia e disponibili con riferimento a 12 mesi precedenti alla data di pubblicazione delle variabili di cui al paragrafo 10.5.4, punto 4.</p> <p>2. Il premio per il rischio (equity risk premium -ERP) è valutato come differenza tra il rendimento complessivo del mercato azionario ed il rendimento delle attività finanziarie prive di rischio. L'ERP è computato, anche tenuto conto del valore dell'ERP stimato dalle altre autorità di regolazione nazionali, considerando la media aritmetica e la media geometrica delle serie storiche riportate dallo studio di Dimson, Marsh e Staunton (DMS).</p> <p>3. Per quanto riguarda il Tax rate (T), sono considerate due imposte societarie: a) Imposta sul reddito delle</p>	<p>1. Il risk free rate (RFR) è dato dalla media aritmetica dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale, rilevati dalla Banca d'Italia e disponibili con riferimento a 12 mesi precedenti alla data di pubblicazione delle variabili di cui al paragrafo 10.5.4, punto 4, <b>a cui vengono sommati (i) il Forward Premium e (ii) l'Uncertainty Premium; e (iii) il Convenience Premium.</b></p> <p>• <b>Forward Premium:</b> misura l'aumento previsto dei tassi di interesse nei prossimi anni, ed è pari alla differenza tra il tasso di rendimento forward e il tasso di rendimento spot dei titoli di stato decennali, calcolato sulle evidenze delle curve dei tassi forward.</p> <p>• <b>Uncertainty Premium:</b> riflette le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse e il rischio che i tassi di interesse crescano più rapidamente di quanto rappresentato dai tassi</p>	<p>Il calcolo del Risk Free Rate deve tenere conto degli aspetti congiunturali del mercato e dell'evoluzione attesa dei tassi nel corso del periodo regolatorio. ARERA ha corretto al rialzo il tasso di rendimento sommando tre parametri che tengono conto di valutazioni prospettiche: (i) convenience premium; (ii) forward premium; (iii) uncertainty premium</p> <p>Questa proposta è coerente con il fatto che il Risk Free Rate non è un parametro specifico di settore ma dovrebbe dipendere solo dal contesto di mercato dove operano le imprese regolate.</p> <p>Se invece effettuato con una modalità più semplice che ne prevede la determinazione sui rendimenti del BTP decennale, il calcolo del RFR deve poggiare sui rendimenti forward del BTP. La nostra analisi evidenzia che le aspettative sui tassi di rendimento dei titoli di stato derivate dalle curve forward incorporano rendimenti più elevati</p>

		<p>società (IRES); b) Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).</p> <p>4. Stante la differente natura delle due imposte, riferita sia alla base imponibile che all'indeducibilità degli oneri finanziari sull'IRAP, la sola aliquota IRES è utilizzata per quanto riguarda lo scudo fiscale degli oneri finanziari, mentre la somma delle due imposte è assunta per il calcolo dell'aliquota incidente sul reddito societario. Si tratta di un'aliquota teorica, che, tiene conto dell'aliquota IRES e dell'aliquota IRAP ordinaria massima ricavabile dalla normativa di settore vigente.</p>	<p><b>forward, con conseguenti potenziali problemi di finanziabilità;</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b><u>Convenience Premium</u></b>: corregge al rialzo i rendimenti dei titoli di stato, rispetto alle obbligazioni societarie, per tenere conto del fatto che gli investitori sono disposti a pagare un premio di liquidità sui titoli di stato.</li> </ul> <p><u>In alternativa</u></p> <p>1./Il risk free rate (RFR) è dato dal <b>tasso di rendimento dei titoli di stato decennali, calcolato sulle evidenze delle curve dei tassi forward</b>, disponibili alla data di pubblicazione delle variabili di cui al paragrafo 10.5.4, punto 4, a cui vengono sommati (i) il <b>Convenience Premium</b>; e (ii) l'<b>Uncertainty Premium</b>.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b><u>Convenience Premium</u></b>: corregge al rialzo i rendimenti dei titoli di stato, rispetto alle obbligazioni societarie, per tenere conto del fatto che gli investitori sono disposti a pagare un premio di liquidità sui titoli di stato.</li> <li>• <b><u>Uncertainty Premium</u></b>: riflette le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse e il rischio che i tassi di interesse crescano più rapidamente di quanto rappresentato dai tassi forward, con conseguenti potenziali problemi di finanziabilità.</li> </ul>	<p>rispetto a quelli osservati sugli ultimi 12 mesi</p>
--	--	--	--	---

10	10.5.6 Variabili endogene	<p>1. La struttura finanziaria gearing (g) misura il rapporto tra il totale dei debiti finanziari a breve e mediolungo termine (D) ed il totale delle fonti di finanziamento, rappresentate, oltre che dai citati debiti, dal valore del patrimonio netto (E), per cui <math>g = (D/(D+E))</math>.</p> <p>2. Ai fini del calcolo della remunerazione sul capitale investito netto, l'Autorità adotta il gearing nozionale, dato dalla media aritmetica dei valori di gearing relativi alle società di gestione aeroportuale che gestiscono aeroporti nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti la rilevazione, considerando un arco temporale di cinque anni dove: a) il valore dei debiti finanziari include i prestiti obbligazionari o di capitali; b) il patrimonio netto è riferito al valore contabile societario, con esclusione del patrimonio di terzi nel caso di bilancio consolidato.</p>	<p>1. La struttura finanziaria gearing (g) misura il rapporto tra il totale dei debiti finanziari a breve e mediolungo termine (D) ed il totale delle fonti di finanziamento, rappresentate, oltre che dai citati debiti, dal <b>valore di mercato dell'Equity del patrimonio netto</b> (E), per cui <math>g = (D/(D+E))</math>.</p> <p>2. Ai fini del calcolo della remunerazione sul capitale investito netto, l'Autorità adotta il gearing nozionale, dato dalla media aritmetica dei valori di gearing relativi alle società di gestione aeroportuale che gestiscono aeroporti nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti la rilevazione, considerando un arco temporale di cinque anni dove: a) il valore dei debiti finanziari include i prestiti obbligazionari o di capitali; b) il patrimonio netto è riferito al valore <b>di mercato dell'Equity contabile societario, con esclusione del patrimonio di terzi nel caso di bilancio consolidato.</b> Il gearing nozionale viene implementato con gradualità mediante applicazione nel primo quinquennio tariffario di una media pesata del gearing nozionale e del gearing previsto nella regolazione vigente.</p>	<p>La prassi dei regolatori europei è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'Equity, che nel caso delle imprese regolate è una buona proxy del valore della RAB per la parte non finanziata attraverso ricorso al debito.</p> <p>Nei casi in cui il gestore aeroportuale è quotato si ritiene che ART dovrebbe calcolare il gearing con il valore contabile del debito e il valore di mercato dell'equity. Per le società che redigono bilancio consolidato, il calcolo dovrebbe includere anche il patrimonio netto di pertinenza di terzi.</p> <p>L'utilizzo di un gearing nozionale di settore dovrebbe inoltre essere implementato con gradualità consentendo, almeno in una prima fase, ai gestori di applicare una media pesata del gearing nozionale e del gearing previsto nella regolazione vigente.</p> <p>L'analisi che abbiamo effettuato sugli aeroporti di Heathrow, Dublino, Parigi ed</p>
----	---------------------------------	--	--	---



		<p>3. Il costo del debito nozionale viene determinato dal rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari delle società di gestione aeroportuale che gestiscono aeroporti nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti la rilevazione rilevato in un arco temporale di riferimento di 5 anni. Si considera l'indebitamento finanziario come definito al precedente punto 2. Con riguardo agli oneri finanziari, si considera la voce di conto economico "interessi ed altri oneri finanziari", con riferimento ai debiti finanziari considerati. Il costo del debito è dato dalla somma del risk free rate e del premio al debito (quest'ultimo nel limite massimo del 2%).</p>	<p>3. Il costo del debito nozionale <b>viene calcolato come media ponderata del costo del debito esistente e del costo del debito nuovo a cui viene sommata una componente a copertura dei costi di emissione del debito. Il costo del debito esistente</b> è determinato dal rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari delle società di gestione aeroportuale che gestiscono aeroporti nazionali che abbiano registrato un traffico superiore a un milione di passeggeri annui in ciascuno dei cinque anni precedenti la rilevazione rilevato in un arco temporale di riferimento di 5 anni. Si considera l'indebitamento finanziario come definito al precedente punto 2. Con riguardo agli oneri finanziari, si considera la voce di conto economico "interessi ed altri oneri finanziari", con riferimento ai debiti finanziari considerati. <b>Il costo del debito nuovo è stimato sulla base del rendimento medio dell'indice iBoxx delle obbligazioni non finanziarie di durata 7-10 e 10+ con rating analogo all'Italia.</b> Il costo del debito è dato dalla somma del risk free rate e del premio al debito <del>(quest'ultimo nel limite massimo del 2%).</del> <b>Il risk free rate è dato dalla media aritmetica dei rendimenti lordi giornaliero del BTP decennale, rilevati dalla Banca d'Italia e disponibili con riferimento a 12 mesi precedenti alla data di pubblicazione</b></p>	<p>AENA evidenzia che l'uso di dati prospettici nel calcolo del costo del debito è prassi ampiamente adottata. In Regno Unito e in Irlanda il costo del debito viene calcolato come media ponderata tra il costo del debito esistente e il costo del debito nuovo, quest'ultimo calcolato sulla base dei rendimenti spot degli indici iBoxx al momento del calcolo del WACC.</p> <p>Il costo del debito deve essere calcolato come media ponderata del costo del debito esistente e del costo del debito nuovo a cui viene sommata una componente a copertura dei costi di emissione del debito. ARERA ora calcola il costo del debito come media ponderata del costo del debito esistente e del costo del debito nuovo, pari ai rendimenti spot dell'indice iBoxx. In linea con ARERA, proponiamo di attribuire un peso dell'85% al debito esistente e del 15% al debito di nuova emissione, coerente con una stima di rifinanziamento del 10% del debito all'anno.</p> <p>In futuro, mutate condizioni di mercato potrebbero imporre un costo efficiente di finanziamento superiore al tasso di interesse privo di rischio più il 2%. Riteniamo che non vi debba essere un cap sul costo del debito. Proponiamo che l'Autorità preveda una clausola di salvaguardia sul costo del debito, riconoscendo nel costo del debito</p>
--	--	---	---	---

		<p>4. Il coefficiente beta equity (<math>\beta_e</math>) è stimato in base dall'analisi dei coefficienti beta di un campione costituito dalle società quotate che gestiscono aeroporti (comparables). Per rappresentare i profili di rischio del settore aeroportuale, sono incluse nel campione le società di gestione aeroportuale nazionali e europee che presentino maggiore capitalizzazione.</p> <p>5. La stima dei beta delle società comparabili è eseguita sulla base di serie storiche di dati giornalieri, con orizzonte temporale pari a cinque anni.</p> <p>6. Una volta individuati gli equity beta, essi sono depurati della leva finanziaria specifica ("delevering") a favore di una leva nozionale, finalizzata a tener conto di una struttura finanziaria efficiente.</p> <p>7. Si procede quindi a derivare l'asset beta (<math>\beta_{i a}</math>) di ciascuna società considerata nel campione, utilizzando</p>	<p>delle variabili di cui al paragrafo 10.5.4, punto 4, più (i) il Forward Premium e (ii) l'Uncertainty Premium; e (iii) il Convenience Premium. Il costo del debito in un primo periodo tariffario transitorio prevede una quota parte del costo del debito riconosciuto nel periodo tariffario precedente.</p> <p>4. Il coefficiente beta equity (<math>\beta_e</math>) è stimato in base dall'analisi dei coefficienti beta di un campione costituito dalle società quotate che gestiscono aeroporti (comparables). Per rappresentare i profili di rischio del settore aeroportuale, sono incluse nel campione le società di gestione aeroportuale nazionali e europee che presentino maggiore <b>capitalizzazione e che superano i test di liquidità (numero di trading days, bid-ask spread, turnover)</b>.</p> <p>5. La stima dei beta delle società comparabili è eseguita sulla base di serie storiche di dati giornalieri, con orizzonte temporale pari a cinque anni.</p> <p>6. Una volta individuati gli equity beta, essi sono depurati della leva finanziaria specifica ("delevering") a favore di una leva nozionale, finalizzata a tener conto di una struttura finanziaria efficiente.</p> <p>7. Si procede quindi a derivare l'asset beta (<math>\beta_{i a}</math>) di ciascuna società considerata nel campione, utilizzando</p>	<p>una quota parte del costo del debito riconosciuto nel WACC del periodo tariffario precedente.</p> <p>Il coefficiente beta deve essere stimato sui dati di mercato di un campione di società quotate confrontabili i cui rendimenti sono rappresentativi della rischiosità perchè superano i test di liquidità standard (numero di trading days, bid-ask spread, turnover).</p> <p>La trasformazione corretta dell'equity beta in asset beta si basa sui valori di mercato dell'equity e del debito e non sui valori di libro. I regolatori degli aeroporti all'estero utilizzano la leva finanziaria calcolata sui valori di mercato, tranne in Francia dove il regolatore per l'aeroporto di Parigi utilizza i valori di libro di equity e debito. La soluzione pratica è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'equity. L'asset beta deve tenere conto della maggiore rischiosità operativa dovuta alla rilevanza e complessità di specifici piani degli investimenti e deve essere incrementato di un correttivo addizionale che tenga conto della rischiosità specifica del singolo aeroporto.</p>
--	--	---	---	---

		<p>la metodologia standard di delevering di cui alla formula seguente: <math>\beta_i a = \beta_i e, (1 + (1 - t_i) D_i / E_i)</math> dove: <math>\beta_i a</math> asset beta della società i-esima <math>\beta_i e</math>, equity beta della società i-esima <math>t_i</math> aliquota di imposta effettivamente corrisposta sul reddito della società i-esima del campione <math>D_i / E_i</math> leva finanziaria, dove <math>E_i</math> e <math>D_i</math> si riferiscono alla società i-esima del campione rispettivamente al capitale proprio ed al debito finanziario lordo.</p> <p>8. L'asset beta di settore è la media aritmetica dei valori ottenuti dai singoli comparabile.</p> <p>9. Si procede successivamente al relevering dell'asset beta medio sopra individuato, così da ricavare l'equity beta nozionale di settore.</p> <p>10. Il relevering è effettuato, con il rapporto D/E ricavato per il gearing secondo la seguente formula: <math>\beta_e = \beta_a \cdot [1 + (1 - t_{ires}) \cdot (D/E)]</math></p>	<p>la metodologia standard di delevering di cui alla formula seguente: <math>\beta_i a = \beta_i e, (1 + (1 - t_i) D_i / E_i)</math> dove: <math>\beta_i a</math> asset beta della società i-esima <math>\beta_i e</math>, equity beta della società i-esima <math>t_i</math> aliquota di imposta effettivamente corrisposta sul reddito della società i-esima del campione <math>D_i / E_i</math> leva finanziaria, dove <math>E_i</math> e <math>D_i</math> si riferiscono alla società i-esima del campione rispettivamente al <del>capitale proprio</del> <b>valore di mercato dell'Equity</b> ed al debito finanziario lordo.</p> <p>8. L'asset beta di settore è la media aritmetica dei valori ottenuti dai singoli comparabile.</p> <p>9. Si procede successivamente al relevering dell'asset beta medio sopra individuato, così da ricavare l'equity beta nozionale di settore.</p> <p>10. Il relevering è effettuato, con il rapporto D/E ricavato per il gearing secondo la seguente formula: <math>\beta_e = \beta_a \cdot [1 + (1 - t_{ires}) \cdot (D/E)]</math></p> <p><b>11. Sono previsti correttivi addizionali all'equity beta per tenere conto di fasi congiunturali sfavorevoli, eventi contingenti del settore e del trasporto aereo italiano legate al maggiore vettore nazionale, e della rilevanza e complessità del piano degli investimenti.</b></p>	
10	10.6	<p>1. L'Autorità, in casi eccezionali, può valutare l'applicazione temporanea di</p>	<p>1. L'Autorità, <del>in casi eccezionali</del>, può valutare l'applicazione <del>temporanea</del> di</p>	<p>Questa disposizione si pone in contrasto con l'esperienza di regolatori in altri</p>

	<p>WACC incrementale</p> <p>contenute misure incrementative del WACC, su specifica e motivata richiesta formulata dal gestore aeroportuale previo assenso del concedente, per investimenti correlati, nell'ambito di una crescita bilanciata della capacità aeroportuale, anche all'innovazione tecnologica, alla sicurezza dello scalo ed alla qualità dei servizi, ai sensi dell'art. 71, comma 3, del d.l. 1/2012, nonché ad aspetti di tutela ambientale ed alla riduzione di esternalità negative.</p> <p>2. L'applicazione temporanea di cui al precedente punto 1 non può superare il 50% della vita utile dell'investimento, e non può riguardare le lavorazioni in corso.</p> <p>3. La misura del WACC incrementale è pari all'1%.</p> <p>4. Qualora il gestore intenda rivolgere istanza all'Autorità al fine di ottenere misure incrementative del WACC per uno specifico investimento, lo stesso è tenuto a dimostrare che l'investimento</p>	<p><del>contenute</del> misure incrementative del WACC, su specifica e motivata richiesta formulata dal gestore aeroportuale previo assenso del concedente, per <b>gli investimenti del piano di sviluppo aeroportuale che verranno contrattualizzati o realizzati anche in parte nei due prossimi periodi tariffario, previa verifica da parte del concedente, della presenza di congrui benefici, diretti e indiretti, superiori ai costi anche</b> correlati, nell'ambito di una crescita bilanciata della capacità aeroportuale, <del>anche</del> all'innovazione tecnologica, alla sicurezza dello scalo ed alla qualità dei servizi, ai sensi dell'art. 71, comma 3, del d.l. 1/2012, nonché ad aspetti di tutela ambientale ed alla riduzione di esternalità negative.</p> <p>2. L'applicazione <del>temporanea</del> di cui al precedente punto 1 <del>non può superare il 50% della vita utile dell'investimento,</del> e non può riguardare le lavorazioni in corso.</p> <p>3. La misura del WACC incrementale <del>non può essere inferiore è pari</del> all'1% e verrà individuata dal concedente sui benefici rispetto ai costi degli investimenti.</p> <p><del>4. Qualora il gestore intenda rivolgere istanza all'Autorità al fine di ottenere misure incrementative del WACC per uno specifico investimento, lo stesso è tenuto a dimostrare che</del></p>	<p>settori (ad es. ARERA) ove le prescrizioni risultano meno stringenti delle proposte sul WACC incrementale di ART che considera invece l'incentivazione in termini di eccezionalità, con vincoli restrittivi per quanto riguarda la tipologia degli investimenti che possono beneficiarne.</p> <p>L'esperienza nella trasmissione elettrica e nel trasporto gas mostra che ARERA:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ha inizialmente riconosciuto un WACC incrementale sui nuovi investimenti, con particolare attenzione agli investimenti in espansione della capacità, per sviluppare le infrastrutture necessarie a far fronte agli sviluppi attesi della domanda;</li> <li>- più di recente ha previsto una modifica della remunerazione incentivante accompagnando il sostegno allo sviluppo capacitivo in termini di volume dei servizi resi disponibili al sistema con l'incentivazione al loro contributo allo sviluppo sostenibile e all'innovazione;</li> <li>- la transizione al nuovo meccanismo di incentivazione è graduale nel tempo e prevede l'implementazione di periodi di transizione e il riconoscimento di clausole di salvaguardia a tutela oltre che degli investimenti effettuati, anche degli investimenti del piano di sviluppo.</li> </ul>
--	---	--	---

		<p>medesimo soddisfi almeno le seguenti condizioni: a) presentare elevati fattori di rischio, anche in correlazione all'innovatività dei processi e dei servizi; b) non essere correlato ad obblighi di legge; c) rispondere a criteri di addizionalità rispetto agli interventi strettamente necessari per assicurare lo sviluppo e il mantenimento delle infrastrutture e adeguati livelli di sicurezza e di servizio, in coerenza con le direttive ENAC.</p>	<p><del>L'investimento medesimo soddisfi almeno le seguenti condizioni: a) presentare elevati fattori di rischio, anche in correlazione all'innovatività dei processi e dei servizi; b) non essere correlato ad obblighi di legge; c) rispondere a criteri di addizionalità rispetto agli interventi strettamente necessari per assicurare lo sviluppo e il mantenimento delle infrastrutture e adeguati livelli di sicurezza e di servizio, in coerenza con le direttive ENAC.</del></p> <p>4. Agli investimenti a cui è riconosciuto il WACC incrementale si applicano in continuità la maggiorazione e la durata dell'incentivazione prevista.</p>	
10	10.7.3 Poste Figurative	<p>[...]</p> <p>4. In conformità al principio di neutralità economico-finanziaria, il saldo delle poste figurative deve annullarsi entro il periodo tariffario, salvo differente intesa raggiunta tra gestore ed utenti.</p> <p>5. In ogni caso:</p> <p>a) in caso di applicazione di quanto previsto al paragrafo 10.1, punto 1, lettera a), ossia l'utilizzo quale Anno base dell'annualità precedente a quella caratterizzata dallo stato d'emergenza, l'eventuale credito di poste figurative a favore del gestore, determinato in</p>	<p>[...]</p> <p>4. In conformità al principio di neutralità economico-finanziaria, il saldo delle poste figurative deve annullarsi entro <b>la fine della concessione</b><del>il periodo tariffario</del>, salvo differente intesa raggiunta tra gestore ed utenti.</p> <p>5. In ogni caso:</p> <p>a) in caso di applicazione di quanto previsto al paragrafo 10.1, punto 1, lettera a), ossia l'utilizzo quale Anno base dell'annualità precedente a quella caratterizzata dallo stato d'emergenza, l'eventuale credito di poste figurative a</p>	<p>Come esplicitato nel punto 9.1 del documento di consultazione, ART vigila per assicurare che le tariffe degli aeroporti rispettino, in particolare, la correlazione ai costi e l'orientamento alla media europea. Nel settore autostradale l'Autorità prevede l'opzione di azzeramento delle poste figurative, calcolate a condizioni di neutralità economico-finanziaria, entro la fine della concessione e non solamente in uno o più periodi tariffari. Nel caso di alcune concessionarie autostradali è previsto anche il recupero nel valore di subentro della parte residua di poste figurative a credito.</p>

		<p>esito alla consultazione di cui al paragrafo 6.4, potrà essere recuperato nei successivi periodi regolatori nel limite massimo;</p> <p>b) per il secondo periodo di applicazione del presente Modello A, del 30% dei costi ammessi dell'anno base del primo periodo;</p> <p>c) per i successivi periodi di applicazione del presente Modello A, del 10% dei costi ammessi dell'anno base del periodo immediatamente precedente;</p> <p>d) il saldo delle poste figurative deve essere azzerato entro il termine di scadenza della concessione e non può confluire nel valore di subentro da corrispondersi da parte del concessionario subentrante.</p>	<p>favore del gestore, determinato in esito alla consultazione di cui al paragrafo 6.4, potrà essere recuperato nei successivi periodi regolatori nel limite massimo;</p> <p>b) per il secondo periodo di applicazione del presente Modello A, del 30% dei costi ammessi dell'anno base del primo periodo;</p> <p>c) per i successivi periodi di applicazione del presente Modello A, del 10% dei costi ammessi dell'anno base del periodo immediatamente precedente;</p> <p>d) il saldo delle poste figurative deve essere azzerato entro il termine di scadenza della concessione e non può confluire nel valore di subentro da corrispondersi da parte del concessionario subentrante.</p> <p><b>e) il limite massimo di cui ai precedenti punti b) e c) non si applica nel caso di previsione di tariffe orientate ai costi, non disincentivanti per lo sviluppo dello scalo, che assicurino una dinamica tariffaria sostanzialmente costante in termini reali (in linea con l'inflazione).</b></p>	<p>Si ritiene pertanto che le poste figurative, capitalizzate al WACC, debbano essere calcolate con opzione di azzeramento entro la fine della concessione, e comunque in più periodi tariffari. Condizione necessaria è che le tariffe, oltre a rispettare il principio di correlazione ai costi, assicurino l'orientamento alla media europea degli incassi con analoghe caratteristiche infrastrutturali, di traffico e standard di servizio reso.</p> <p>Si richiede di consentire – come già previsto per i concessionari autostradali – il recupero del credito da poste figurative entro la scadenza del periodo concessorio senza porvi alcun limite costruito sui costi ammessi degli Anni Base dei periodi tariffari, a condizione della previsione di tariffe orientate ai costi non disincentivanti per lo sviluppo dello scalo che assicurino una dinamica tariffaria sostanzialmente costante in termini reali (in linea con l'inflazione).</p>
10	10.9.7 Proposta definitiva della Dinamica Tariffaria e	7. In presenza di specifiche lavorazioni in corso per le quali sia rilevabile un ritardo rispetto al cronoprogramma delle opere stimato per il periodo regolatorio di riferimento, unitamente all'assenza di valori incrementali	7. In presenza di specifiche lavorazioni in corso per le quali sia rilevabile un ritardo rispetto al cronoprogramma delle opere stimato per il periodo regolatorio di riferimento, unitamente all'assenza di valori incrementali	Il settore aeroportuale si caratterizza per investimenti che richiedono lavorazioni di breve/media durata ovvero altri, quali le piste, che richiedono lavorazioni su orizzonti temporali ampi (circa 7 o 8 anni).

	monitoraggio annuale	rispetto a quelli risultanti al 31 dicembre dell'esercizio immediatamente precedente, la remunerazione del capitale afferente al totale delle lavorazioni connesse all'opera sarà sospesa sino all'entrata in esercizio dell'opera ad esse afferenti, a meno che il fatto non si possa ricondurre a cause non imputabili al gestore.	rispetto a quelli risultanti al 31 dicembre dell'esercizio immediatamente precedente, la remunerazione del capitale afferente al totale delle lavorazioni connesse all'opera sarà sospesa sino all'entrata in esercizio dell'opera ad esse afferenti, a meno che il fatto non si possa ricondurre a cause non imputabili al gestore. <b>Al momento dell'entrata in esercizio, è consentito aumentare il valore immobilizzato riconosciuto ai fini della dinamica tariffaria di un importo pari agli oneri finanziari effettivamente capitalizzati relativi ai suddetti investimenti, calcolati per il periodo superiore all'anno di sospensione.</b>	<p>Il documento di consultazione prevede che nel caso di sospensione dei lavori – ad esempio della pista – gli investimenti relativi non sono più remunerati fino all'entrata in esercizio. Per evitare questa grave perdita di ricavi a copertura dei costi, ART richiede al gestore la difficile prova della assenza di cause non imputabile al gestore stesso.</p> <p>Analogamente a quanto previsto per la trasmissione di elettricità, riteniamo maggiormente equilibrato che gli investimenti rilevanti, e cioè quegli investimenti la cui realizzazione richiede un orizzonte temporale superiore a quattro anni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- siano remunerati al WACC nelle tariffe regolate fino all'anno in cui si realizza un ritardo per cause imputabili al gestore;</li> <li>- siano remunerati nelle tariffe, dall'entrata in esercizio, mediante capitalizzazione degli oneri finanziari che contribuirà all'aumento del valore dell'investimento. Gli oneri finanziari vengono riconosciuti dall'anno del ritardo dovuto a cause imputabili al gestore all'anno di entrata in esercizio.</li> <li>- L'approccio proposto è conservativo in quanto nel trasporto del gas le tariffe remunerano al WACC i Lavori In Corso iscritti a bilancio al 31 dicembre dell'anno precedente.</li> </ul>
--	----------------------	--	--	---

10	10.10 Sostenibilità del rischio traffico	<p>1. Alla fine di ogni periodo tariffario oggetto di applicazione del presente Modello A, per ogni prodotto regolato, nel caso in cui la differenza tra il totale delle unità di servizio consuntivate e il totale delle unità di servizio programmate, relative al periodo tariffario trascorso, venga a risultare:</p> <p>a) positiva e oltre ad una soglia predeterminata, pari a +Y%, l'ammontare corrispondente al 100% del montante dei maggiori ricavi attribuibili alle unità di servizio eccedenti la soglia del Y% sarà restituito in tariffa a valere sul successivo periodo tariffario, ovvero, alla scadenza della concessione, sarà trasferito al nuovo concessionario che ne terrà conto nella determinazione dei propri diritti e corrispettivi aeroportuali;</p> <p>b) negativa ed inferiore ad una soglia predeterminata, pari al -Y%, l'ammontare corrispondente al 100% del montante dei mancati ricavi attribuibile alle unità di servizio inferiori alla soglia del -Y%, sarà recuperato in tariffa a valere sul successivo periodo tariffario, ovvero, alla scadenza della concessione, sarà trasferito al nuovo concessionario che ne terrà conto nella determinazione</p>	<p>1. Alla fine di ogni periodo tariffario oggetto di applicazione del presente Modello A, per <b>la totalità dei prodotti regolati</b> <del>ogni prodotto regolato</del>, nel caso in cui la differenza tra il totale delle <del>unità di servizio</del> <b>WLU</b> consuntivate e il totale delle <del>unità di servizio</del> <b>WLU</b> programmate, relative al periodo tariffario trascorso, venga a risultare:</p> <p>a) positiva e oltre ad una soglia predeterminata, pari a +Y%, l'ammontare corrispondente al <del>100%</del> <b>50%</b> del montante dei maggiori ricavi attribuibili alle unità di servizio eccedenti la soglia del Y% sarà restituito in tariffa a valere sul successivo periodo tariffario, ovvero, <b>alla fine del periodo tariffario che coincide con la</b> scadenza della concessione, sarà trasferito al nuovo concessionario che ne terrà conto nella determinazione dei propri diritti e corrispettivi aeroportuali;</p> <p>b) negativa ed inferiore ad una soglia predeterminata, pari al -Y%, l'ammontare corrispondente al <del>100%</del> <b>50%</b> del montante dei mancati ricavi attribuibile alle unità di servizio inferiori alla soglia del -Y%, sarà recuperato in tariffa a valere sul successivo periodo tariffario, ovvero, <b>alla fine del periodo tariffario che coincide con la</b> scadenza della concessione, sarà trasferito al nuovo</p>	<p>Condividiamo la previsione di un meccanismo simmetrico, a differenza di quanto prospettato nel modello tariffario della delibera n.136/2020 che invece introduceva per il gestore aeroportuale un cap ai ricavi in caso di maggiori volumi e nessuna protezione in caso di minori volumi. Gli anni più recenti riportano evidenze di eventi non prevedibili, al di fuori del controllo dei gestori aeroportuali, che hanno determinato una forte riduzione del traffico (de-hubbing di Alitalia, 9/11, guerra del Golfo, SARS, Covid19).</p> <p>Riteniamo, tuttavia, che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- il valore soglia del meccanismo di condivisione del rischio traffico debba essere applicato ai ricavi regolati complessivamente considerati, sulla base delle WLU consuntivate e previste ex-ante nel quinquennio tariffario, e non debba essere applicato ai ricavi di ciascun prodotto regolato, sulla base dei quantitativi consuntivati e previsti ex-ante. E' generalmente riconosciuto che è più efficiente calcolare un price cap medio per passeggero e poi attribuire all'aeroporto la facoltà di determinare i singoli prezzi regolati nel rispetto di tale vincolo. ART ha previsto tale modalità semplificata per gli aeroporti fino a cinque milioni di passeggeri e ha mantenuto il calcolo dei price cap sui costi dei prodotti regolati per gli aeroporti con più di cinque milioni di</li> </ul>
----	---	---	--	---



		dei propri diritti e corrispettivi aeroportuali	concessionario che ne terrà conto nella determinazione dei propri diritti e corrispettivi aeroportuali	<p>passaggeri. L'applicazione dei principi di efficienza per gli aeroporti con più di cinque milioni di passeggeri richiede che il meccanismo di condivisione del rischio traffico abbia ad oggetto i ricavi regolati complessivamente considerati e le WLU;</p> <p>- i gestori aeroportuali debbano restituire il 50% e non il 100% dei ricavi in eccesso consuntivati nel quinquennio tariffario rispetto al valore soglia percentuale individuato in sede di consultazione, e simmetricamente debbano recuperare il 50% e non il 100% dei ricavi in meno consuntivati nel quinquennio rispetto al valore soglia percentuale. La previsione del 50% introduce un meccanismo virtuoso in capo ai gestori aeroportuali, che sono assoggettati al rischio di una ragionevole variazione della domanda nell'ambito della soglia percentuale individuata e poi beneficiano di quota parte dei ricavi ulteriori ovvero recuperano quota parte dei ricavi inferiori</p>
27	<p>27.1. Contabilità regolatoria e ulteriore documentazione e</p> <p>Aspetti generali</p>	<p>1. Ciascun gestore aeroportuale è tenuto annualmente a predisporre e presentare all'Autorità, entro 30 giorni dalla data di approvazione del bilancio di esercizio, la contabilità regolatoria costituita dagli</p>	<p><i>Ciascun gestore aeroportuale è tenuto annualmente a predisporre e presentare all'Autorità, entro 60 giorni dalla data di approvazione del bilancio di esercizio, la contabilità regolatoria costituita dagli schemi contabili, di cui al paragrafo 27.2.2, [...]</i></p>	<p>La raccolta e l'elaborazione dei dati previsti negli Schemi contabili individuati con la Misura 27.2.2. richiede un maggior impegno sia per il gestore aeroportuale che per la società di revisione chiamata ad asseverarli. L'estensione del termine di consegna della Contabilità Regolatoria a 60 giorni dalla data di approvazione del bilancio di esercizio è in linea con le</p>

		schemi contabili, di cui al paragrafo 27.2.2, [...]		tempistiche del modello regolatorio dell'Autorità attualmente in vigore.
27	27.1. Contabilità regolatoria e ulteriore documentazione e Aspetti generali	3. Il gestore che redige il bilancio di esercizio sulla base dei principi IAS/IFRS è tenuto a riclassificare i prospetti di bilancio secondo gli schemi dei principi contabili italiani e, successivamente, a riconciliare questi ultimi in accordo con i paragrafi 27.3.1 e 27.3.2.	<i>"il gestore che redige il bilancio di esercizio sulla base dei principi IAS/IFRS è tenuto a riclassificare i prospetti di bilancio secondo gli schemi dei principi contabili italiani e, successivamente, a riconciliare questi ultimi in accordo con i paragrafi 27.3.1. e 27.3.2. <b>all'interno del documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria". I valori di bilancio successivamente inseriti nei prospetti economici e patrimoniali indicati nella successiva misura 27.2.2.1. d), e), f) saranno, quindi, coerenti con la suddetta riclassifica.</b></i>	Il gestore che riclassifica i valori di bilancio consolidato in linea ai principi contabili italiani illustrandone valori e contenuti all'interno del documento asseverato dalla società di revisione "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria" <sup>3</sup> potrà considerare questi ultimi come valori di bilancio nei prospetti di conto economico e patrimoniale previsti dalla misura 27.2.2.1. d), e), f). Il passaggio sopra descrittosi rende necessario proprio per convertire i valori IAS IFRS coerentemente alle nature rappresentate nelle righe dei prospetti di conto economico e stato patrimoniale pubblicati dall'Autorità (ex Artt. 2424 e 2425 cc).
27	27.3.1. Ammissibilità dei costi operativi (OpEx) all'Anno base	3. "Le tipologie di seguito indicate rappresentano <u>oneri non pertinenti</u> [...] g) oneri assicurativi non previsti da obblighi normativi".	<b>Eliminare <del>g) oneri assicurativi non previsti da obblighi normativi</del>.</b>	Si richiede l'eliminazione della misura di cui trattasi ovvero la sua ri-definizione in base a criteri specifici. I costi assicurativi, ove pur non espressamente previsti da norme o rapporti concessori, mirano a garantire il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della società in caso di eventi che potrebbero impattare negativamente la gestione aeroportuale.

<sup>3</sup> Previsto dalla Misura 27.2.3.

				<p>Si ricorda inoltre che la voce “assicurazioni aeroportuali” rientra tra quelle indicate nelle Linee Guida approvate con DM MIT del 10.12.2008 tra i costi specificamente allocabili a servizi sottoposti a regolazione e non in quanto elencata tra i cd. “costi generali” (par. 5.2.1.1. – Criteri di individuazione e di allocazione dei costi).</p> <p>La discontinuità introdotta con il documento in consultazione è lesiva degli interessi della collettività degli <i>stakeholder</i> (la piena operatività del gestore aeroportuale) ed ART non adduce ragioni che la giustifichino.</p>
27	27.4 Separazione contabile	3. “Le società di gestione aeroportuale soggette alla redazione del bilancio consolidato ai sensi del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, dovranno redigere gli schemi di conto economico consolidati rispetto a tutte le società incluse nel perimetro di consolidamento”.	“Le società di gestione aeroportuale soggette alla redazione del bilancio consolidato ai sensi del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, dovranno redigere gli schemi di conto economico consolidati rispetto a tutte le società incluse nel perimetro di consolidamento, <b>al netto di eccezioni argomentate dal gestore aeroportuale</b> ”.	<p>Si evidenzia in merito come esempio il caso di ADR, gestore che ha affidato il servizio di assistenza al passeggero PRM ad una società controllata costituita ad hoc. La controllata ADR Assistance effettua esclusivamente questo tipo di servizio ed il corrispettivo applicato da ADR all’utenza nei due scali di Fiumicino e Ciampino è trasparentemente determinato in sede di consultazione con l’utenza sull’analisi dei costi ammessi del suo bilancio, comprensivo di un minimo rapporto infragruppo relativo a servizi di staff addebitati dalla controllante.</p> <p>La Co.Re. di ADR, quindi, successivamente alla riclassifica delle poste di bilancio a</p>

				<p>valori ITA GAAP, deconsolida le partite infragruppo da e verso ADR Assistance, assimilandola ad una società terza<sup>4</sup>. L'addebito della controllata alla controllante per il servizio di assistenza prestato è quindi ignorato nella determinazione del corrispettivo PRM.</p> <p>La misura dovrà quindi considerare eccezioni argomentate dal gestore aeroportuale.</p>
27	27.5 Criteri di allocazione	<p>1. Ai fini della redazione della contabilità regolatoria, le suddette componenti economiche e patrimoniali potranno risultare di pertinenza:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- diretta ed esclusiva di una specifica attività;</li> <li>- di una pluralità di attività, in caso allocabili pro quota in base a specifici driver, da esplicitare e motivare nella relazione di cui al paragrafo 27.2.3;</li> <li>- dell'insieme delle attività (incluse le spese generali), in tal caso allocabili in base al driver aggregato individuato</li> </ul>	<p>1. Ai fini della redazione della contabilità regolatoria, le suddette componenti economiche e patrimoniali potranno risultare di pertinenza:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>a)</b> diretta ed esclusiva di una specifica attività;</li> <li><b>b)</b> di una pluralità di attività, in caso allocabili pro quota in base a specifici driver, da esplicitare e motivare nella relazione di cui al paragrafo 27.2.3;</li> <li><b>c)</b> <i>dell'insieme delle attività (incluse le spese generali), in tal caso allocabili in base al driver aggregato individuato dall'Autorità al successivo punto 4;</i></li> </ul>	<p>Limitando la definizione dei criteri di allocazione a quelli rappresentati nella Misura 27.5.1, si tende a sottovalutare la peculiarità di quei concessionari, come ADR, aventi la gestione di un sistema aeroportuale. L'esperienza acquisita in anni di evoluzione del modello di Co.Re. ha evidenziato che per una più puntuale individuazione delle attribuzioni ai servizi negli scali gestiti è opportuno procedere ad almeno quattro sequenze di allocazione dei costi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) diretta ed esclusiva di una specifica attività;</li> <li>b) diretta pro-quota verso una pluralità di attività, allocabili in base a specifici driver, da esplicitare e motivare nella relazione di cui al paragrafo 27.2.3;</li> </ul>

<sup>4</sup> Il documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria" fornirà le necessarie informazioni e gli impatti economici del suddetto deconsolidamento.

		dall'Autorità al successivo punto 4.	<p><b><i>d) Altre allocazioni indirette, costruite sull'insieme delle attività specifiche di un singolo scalo, o di una singola Area di Business attraverso l'analisi di allocazioni specifiche di cui ai precedenti punti a), b) e c)</i></b></p>	<p>c) dell'insieme delle attività, afferenti entrambi gli scali gestiti, in base al driver aggregato individuato dall'Autorità al successivo punto 4;</p> <p>d) altri indiretti, dell'insieme delle attività specifiche di un singolo scalo, o di una singola Area di Business, attraverso l'analisi di allocazioni specifiche di cui ai precedenti punti a), b) e c).</p> <p>Alcuni esempi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Costi di natura generale specifici di scalo, attraverso l'utilizzo di una chiave di allocazione parziale di scalo calcolata rispetto al precedente punto c);</li> <li>○ Costi di natura generale specifici di un singolo business (Immobiliare, Aviation, Commerciale, Altro), attraverso una chiave di allocazione calcolata rispetto al precedente punto c), limitatamente ai soli servizi del business;</li> <li>○ Allocazione dei costi di un responsabile di funzione in base ad alcune allocazioni di</li> </ul>
--	--	--------------------------------------	--	--

				<p>cui al punto a) e b) della sua unità organizzativa;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o la funzione HR alloca i suoi costi sulla base delle allocazioni del costo del lavoro attraverso un'ultima sequenza rispetto a tutta l'allocazione del costo del lavoro</li> </ul> <p>La misura dovrà quindi considerare "altre allocazioni indirette, costruite sull'insieme delle attività specifiche di un singolo scalo, o di una singola Area di Business attraverso l'analisi di allocazioni specifiche di cui ai precedenti punti a), b) e c)".</p>
28	28 Incentivi all'attività volativa	<p>[...]</p> <p>4. Nella consultazione con gli utenti, il gestore rende disponibili, tra la documentazione fornita all'avvio della procedura:</p> <p>a) informazioni sulla policy relativa all'erogazione di contributi all'attività volativa che, sotto qualsiasi forma, prevede di attivare nel corso del periodo tariffario, nel rispetto dei principi e criteri in materia stabiliti dalle vigenti normative nazionali ed europee e in particolare:</p> <p>(i) la tipologia dell'incentivazione, con puntuale individuazione delle rotte da</p>	<p><b>Eliminare</b></p> <p><del>Nella consultazione con gli utenti, il gestore rende disponibili, tra la documentazione fornita all'avvio della procedura:</del></p> <p><del>a) informazioni sulla policy relativa all'erogazione di contributi all'attività volativa che, sotto qualsiasi forma, prevede di attivare nel corso del periodo tariffario, nel rispetto dei principi e criteri in materia stabiliti dalle vigenti normative nazionali ed europee e in particolare:</del></p> <p><del>(i) la tipologia dell'incentivazione, con puntuale individuazione delle rotte da</del></p>	<p>Rispetto alla previgente delibera n. 92/2017, relativamente agli aspetti riguardanti gli incentivi all'attività volativa il testo dell'Allegato A alla delibera n. 80/2022 delinea maggiori obblighi di disclosure informativa nei confronti degli utenti.</p> <p>Dalla Relazione Illustrativa che accompagna la delibera n. 80/2022 si apprende come le misure che l'Autorità intende introdurre "hanno lo scopo principale di assicurare la trasparenza delle policy dei gestori e la parità di accesso".</p>

		<p>incentivare, dei target di traffico o altro scopo dell'incentivazione;</p> <p>(ii) la durata complessiva di ciascuna incentivazione (annuale, infra-annuale o pluriennale);</p> <p>(iii) l'ammontare unitario e complessivo dei contributi, sussidi o qualsiasi altra forma di emolumento o vantaggio economico connessi a ciascuna incentivazione;</p> <p>(iv) la tipologia dei destinatari di tali incentivazioni.</p> <p>b) le policy e/o campagne di promozione turistica e/o commerciale già in essere alla data della consultazione e che perdureranno nel corso del periodo tariffario in consultazione, con specificazione della data di validità di ciascuna incentivazione e della tipologia di incentivazione.</p>	<p><del>incentivare, dei target di traffico o altro scopo dell'incentivazione;</del></p> <p><del>(ii) la durata complessiva di ciascuna incentivazione (annuale, infra-annuale o pluriennale);</del></p> <p><del>(iii) l'ammontare unitario e complessivo dei contributi, sussidi o qualsiasi altra forma di emolumento o vantaggio economico connessi a ciascuna incentivazione;</del></p> <p><del>(iv) la tipologia dei destinatari di tali incentivazioni.</del></p> <p><del>b) le policy e/o campagne di promozione turistica e/o commerciale già in essere alla data della consultazione e che perdureranno nel corso del periodo tariffario in consultazione, con specificazione della data di validità di ciascuna incentivazione e della tipologia di incentivazione.</del></p>	<p>Si condividono le intenzioni dell'Autorità, tuttavia è doveroso notare come le modalità proposte per perseguirle – e cioè nello specifico gli obblighi informativi imposti nei confronti dei vettori -- costituiscano un aggravio gestionale significativo per la società e non siano supportate da argomentazioni che ne acclarino la necessità.</p> <p>L'Autorità sembra infatti far poggiare le proprie scelte sulla presunzione di un rischio concreto e rilevante che le forme di incentivazione in atto e future siano discriminatorie e non trasparenti. Tuttavia, nei documenti di consultazione essa non provvede a presentare sufficiente evidenza a giustificazione di tale posizione.</p> <p>Si osserva inoltre che le misure in questione potrebbero:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• avere ricadute sugli accordi già intervenuti fra gestore ed utenti: la condivisione erga omnes di informazioni aventi valenza commercialmente sensibile sulle attività dei vettori potrebbe indurre determinati utenti a sottrarsi ad impegni in termini di traffico e connettività, con ricadute negative su efficienza e stabilità operativa dello scalo</li> <li>• favorire alcune compagnie aeree nel monitoraggio delle pratiche commerciali dei propri concorrenti, con il risultato di indebolire l'intensità della concorrenza, contravvenendo in tal modo</li> </ul>
--	--	--	---	--

				<p>ai più elementari obiettivi delle proposte modifiche</p> <p>Si ritiene, pertanto, che l'obbligo di divulgazione dei dati in questione debba essere mantenuto invariato rispetto alle attuali previsioni, specificando espressamente che ogni informazione fornita all'Autorità debba considerarsi riservata e non divulgabile.</p>
--	--	--	--	---



Osservazioni relative al documento: "Linee Guida per la compilazione dei format di contabilità regolatoria per il settore aeroportuale"				
Misura	Paragrafo	Citazione del testo da modificare/integrare	Inserimento del testo modificato/integrato	Richieste chiarimenti – modifiche
	2 Premessa	<ul style="list-style-type: none"> <li>A partire dall'esercizio 2022, la raccolta dei dati contabili da parte della Società di gestione aeroportuale dovrà essere prevista secondo gli schemi allegati ed illustrati nelle presenti Linee Guida. Nel merito il nuovo Modello prevede la redazione di un fascicolo di contabilità regolatoria, costituito da: <ul style="list-style-type: none"> <li>[...]</li> <li>d. Prospetto di conto economico della contabilità regolatoria e di riconciliazione con il bilancio di esercizio, sulla base dei centri di costo/ricavo e delle componenti economiche ("conto economico" e "conto economico indiretto");</li> <li>e. Prospetto di stato patrimoniale [...]</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A partire dall'esercizio 2022, la raccolta dei dati contabili da parte della Società di gestione aeroportuale dovrà essere prevista secondo gli schemi allegati ed illustrati nelle presenti Linee Guida. Nel merito il nuovo Modello prevede la redazione di un fascicolo di contabilità regolatoria, costituito da: <ul style="list-style-type: none"> <li>[...]</li> <li>d. Prospetto di conto economico della contabilità regolatoria e di riconciliazione con il bilancio di esercizio, sulla base dei centri di costo/ricavo e delle componenti economiche ("conto economico" e "conto economico indiretto"). <b>La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generale) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;</b></li> <li>e. Prospetto di stato patrimoniale Prospetto di stato patrimoniale della</li> </ul> </li> </ul>	<p>Rispetto ai criteri di allocazione indicati nella Misura 27.5.1 la prevista allocazione indiretta tra "Indiretti" e "Generali di Struttura" si veda la seguente proposta di integrazione del testo di cui sopra ai fini di una puntuale rappresentazione.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>d. La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generali) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;</li> <li>e. La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generali) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;</li> </ul>

			contabilità regolatoria e di riconciliazione con il bilancio di esercizio, sulla base dei centri di costo/ricavo e delle componenti patrimoniali ("stato patrimoniale" e "stato patrimoniale indiretto"). <b>La componente indiretta, sotto articolata in due differenti colonne (indiretta e indiretta costi generale) si riferisce a quanto indicato alle voci c) e d) della Misura 27.5.1;</b>	
	4.2 Investimenti e manutenzioni	Investimenti effettuati nell'anno: con riferimento all'anno di rilevazione, deve essere indicato l'ammontare, determinato mediante il principio di cassa, di tutti gli investimenti che erano stati previsti nel piano degli investimenti approvato dal concedente	Investimenti effettuati nell'anno: con riferimento all'anno di rilevazione, deve essere indicato l'ammontare <b>determinato in base al principio della competenza</b> di tutti gli investimenti che erano stati previsti nel piano degli investimenti approvato dal concedente	Riferirsi ad un principio di cassa può generare errori ed incomprensioni: il principio di cassa richiama generalmente la fase del pagamento o dell'incasso di una posta patrimoniale o economica. Il bilancio e la Co.Re., di conseguenza, vengono redatti avendo a riferimento il principio della competenza. Coerentemente, si suggerisce di sostituire il testo: <i>"determinato mediante il principio di cassa"</i> con <i>"determinato in base al principio della competenza"</i> .
	4.3 Prospetti di conto economico e patrimoniale	La suddivisione delle poste contabili deve rispettare i criteri di separazione contabile verso i centri di costo e di ricavi; si dovranno attribuire alle attività descritte tutte le poste	La suddivisione delle poste contabili deve rispettare i criteri di separazione contabile verso i centri di costo e di ricavo; si dovranno attribuire alle attività descritte tutte le poste	Le poste patrimoniali, gestite esclusivamente nelle sezionali di contabilità generale, non sono allocabili direttamente ai servizi, in quanto non rilevate con oggetti di contabilità analitica

		patrimoniali ed economiche che è possibile attribuire direttamente o in virtù di una misurazione specifica. [...]	economiche che è possibile attribuire direttamente o in virtù di una misurazione specifica. <b>In merito alle poste patrimoniali, sarà necessario allocare ai servizi soltanto quelle rilevanti ai fini del calcolo tariffario. [...]</b>	<p>che possano attribuirle agli stessi. Si ritiene inutile e gravoso prevedere che la Co.Re gestisca poste di bilancio patrimoniali non incluse nel calcolo tariffario.</p> <p>La richiesta di dettaglio di alcune nature patrimoniali, nel caso non ci fosse l'apertura richiesta a livello di piano dei conti civilistico, potrà essere aggregata senza il dettaglio richiesto<sup>5</sup>. La necessità di gestire e, in molti casi, allocare nel modello di contabilità regolatoria tutte le poste patrimoniali richiederà la modifica dei valori in input, la creazione di nuove logiche allocative, lo sviluppo di nuovi report, l'obbligo da parte dei revisori di asseverare tutte le voci nel dettaglio richiesto (soprattutto nel caso di conversione tra poste patrimoniali da IAS/IFRS a ITA GAAP, non sempre equivalenti) e conseguente aumento delle procedure di verifica da parte dei revisori e del relativo costo di certificazione.</p> <p>In merito alle poste patrimoniali, sarà necessario allocare ai servizi soltanto quelle rilevanti ai fini del calcolo tariffario.</p>
	4.3.2	Totale bilancio: deve essere riportato il dato desumibile dal bilancio di esercizio della società di gestione che	Totale bilancio: deve essere riportato il dato desumibile dal bilancio di esercizio della società di gestione che	La conversione dei valori di bilancio IAS/IFRS a quelli ITA GAAP (vedi commento alla Misura 27.1.3), è

<sup>5</sup> Un esempio: ratei e risconti attivi o passivi di natura "operativa" o "non operativa"

	Conti economici e patrimoniali: colonne	permetta la verifica delle informazioni riportate negli schemi contabili. Le imprese che redigono il bilancio secondo IAS/IFRS dovranno seguire quanto previsto dai nuovi Modelli.	permetta la verifica delle informazioni riportate negli schemi contabili. Le imprese che redigono il bilancio secondo IAS/IFRS <b>potranno rappresentare nella colonna bilancio direttamente i valori convertiti in base ai principi contabili ITA GAAP, se tale passaggio sarà precedentemente descritto, valorizzato e asseverato dal revisore contabile nel documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria".</b>	propedeutica all'inserimento dei valori da allocare ai servizi nel modello di Co.Re. Pertanto, non sarà più necessario commentare eventuali rettifiche di conversione negli schemi economici, in quanto i dati di Bilancio saranno valorizzati direttamente in ITA GAAP. I commenti richiesti saranno contenuti nel documento "Metodologia e Rendicontazione di Contabilità Regolatoria".
	4.3.2.5 Attribuzione Indiretta	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tra i costi generali, vi rientrano, a titolo esemplificativo: <ul style="list-style-type: none"> <li>n) coordinamento di scalo</li> </ul> </li> </ul>	<p>Eliminare</p> <p><del>n) coordinamento di scalo</del></p>	Si evidenzia incoerenza tra (i) l'assegnazione ai costi di coordinamento di scalo della natura di costi allocabili esclusivamente con chiave indiretta a tutti i servizi e (ii) la sua contemporanea presenza nell'elenco delle "Infrastrutture Centralizzate" del successivo paragrafo 4.4. Riteniamo che il coordinamento di scalo sia una prestazione da allocare ai soli servizi Aviation, chiave indiretta servizi regolati di scalo.
	4.4, Infrastrutture Centralizzate, BUE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vedi Elenco pagg. da 25-27</li> </ul>	<p><b>Eliminare le seguenti voci:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Coordinamento generale di scalo</b></li> <li><b>Informativa di scalo</b></li> <li><b>Impianto depurazione acqua/oli</b></li> <li><b>Locali e spazi espositivi</b></li> </ul>	L'elenco indicato include infrastrutture centralizzate che non vengono fatturate direttamente all'utenza come servizi, ma rappresentano costi operativi allocabili ai servizi stessi, tra i quali: <ul style="list-style-type: none"> <li>coordinamento generale di scalo;</li> <li>l'Informativa di scalo;</li> </ul>

			<p>- <b>Catering</b></p>	<p>- impianto depurazione acqua/oli;</p> <p>Il gestore rappresenterà il dettaglio dei costi esclusivamente per le infrastrutture oggetto di specifico corrispettivo all'utenza. I banchi biglietteria e info concessi come "beni di uso esclusivo" ai vettori aerei sono sempre stati considerati tra i servizi non regolati, al pari delle Sale VIP.</p>
--	--	--	--------------------------	---