

CONCLUSIONE DEL PROCEDIMENTO AVVIATO CON  
DELIBERA N. 140/2024 DEL 23 OTTOBRE 2024,  
RECANTE “ELEMENTI PER LA DEFINIZIONE DELLO  
SCHEMA DI CONCESSIONE E DEL SISTEMA  
TARIFFARIO DI PEDAGGIO BASATO SUL METODO  
DEL PRICE CAP CON DETERMINAZIONE  
DELL'INDICATORE DI PRODUTTIVITÀ X A CADENZA  
QUINQUENNALE RELATIVI ALLA TRATTA  
AUTOSTRADALE A22 BRENNERO-MODENA”

---

RELAZIONE ISTRUTTORIA DEGLI UFFICI

29 novembre 2024

ART



# SOMMARIO

---

INDICE	2
INDICE DELLE ABBREVIAZIONI	3
1. PROCEDIMENTO	4
2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE	5
CONCLUSIONI	29

# INDICE

1. PROCEDIMENTO	4
1.1. Il procedimento avviato con delibera n. 140/2024	4
1.2. Ambito di intervento della regolazione	4
2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE	5
2.1. Misura 1 del Documento – Oggetto dell'affidamento	6
2.2. Misura 2 del Documento – Durata della concessione	6
2.3. Misura 3 del Documento – Trattamento del rischio traffico	7
2.4. Misura 5 del Documento – Obblighi a carico del concessionario e allocazione dei rischi relativi alle fasi di progettazione e costruzione	8
2.5. Misura 8 del Documento – Monitoraggio delle condizioni economico-finanziario della concessione	8
2.6. Misura 12 del Documento – Tariffa unitaria media	13
2.7. Misura 14 del Documento – Ulteriori variazioni tariffarie	14
2.8. Misura 18 del Documento – Trattamento dei margini da attività commerciali	14
2.9. Misura 20 del Documento – Criteri di ammissibilità degli investimenti	14
2.10. Misura 21 del Documento – Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili	15
2.11. Misura 22 del Documento – Costi di rimborso del capitale ed eventuale valore di subentro	16
2.12. Misura 23 del Documento - Tasso di remunerazione del capitale investito	18
2.13. Misura 24 del Documento – Dinamica della componente tariffaria di gestione	23
2.14. Misura 25 del Documento – Tasso di inflazione programmato	24
2.15. Misura 26 del Documento – Obiettivo di incremento di produttività da efficientamento	25
2.16. Misura 29 del Documento – Poste figurative	25
2.17. Misura 32 del Documento – Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti	28
2.18. Misura 33 del Documento – Meccanismo di contenimento dei maggiori ricavi mediante <i>revenue sharing</i>	28
2.19. Misura 35 del Documento – Principi e criteri relativi all'eventuale protrarsi della gestione oltre la scadenza della concessione	29
CONCLUSIONI	29

## INDICE DELLE ABBREVIAZIONI

---

<b>AISCAT</b>	<i>Associazione Italiana Società Concessionarie Autostrade e Trafori</i>
<b>ART</b>	<i>Autorità di regolazione dei trasporti</i>
<b>MIT</b>	<i>Ministero delle infrastrutture e dei trasporti</i>
<b>SFA</b>	<i>Stochastic Frontier Analysis</i>
<b>WACC</b>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## 1. PROCEDIMENTO

---

### 1.1. Il procedimento avviato con delibera n. 140/2024

---

Con delibera n. 140/2024 del 23 ottobre 2024, l'Autorità ha disposto l'avvio di un procedimento, prevedendone la conclusione entro il 29 novembre 2024, volto a definire:

1. lo schema di concessione da porre a base di gara, ai sensi dell'art. 37, comma 2, lett. g), del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, per l'affidamento della tratta autostradale A22 Brennero-Modena;
2. un sistema tariffario di pedaggio per la tratta autostradale oggetto della concessione, basato sul metodo del *price cap* e con determinazione dell'indicatore di produttività X a cadenza quinquennale.

Con la medesima delibera è stata indetta la relativa consultazione pubblica, indicando come termine per la formulazione di osservazioni e proposte la data del 15 novembre 2024.

Alla consultazione hanno partecipato 2 soggetti, che hanno formulato le osservazioni e/o proposte di cui si darà conto nei successivi paragrafi, congiuntamente alle valutazioni degli Uffici dell'Autorità al riguardo.

In esito a tale attività istruttoria, l'originario documento posto in consultazione, esplicitato e precisato in alcuni suoi contenuti sulla base di dette valutazioni, è sottoposto al Consiglio dell'Autorità per la relativa approvazione come allegato alla delibera di conclusione del procedimento.

### 1.2. Ambito di intervento della regolazione

---

Come già rappresentato nella relazione illustrativa della menzionata delibera n. 140/2024, l'intervento di regolazione cui la presente relazione si riferisce è proposto in funzione dei poteri assegnati all'Autorità dalla norma istitutiva, in particolare dagli articoli 37 [comma 2, lettere a), b), c) e g)].

Inoltre, nel settore delle concessioni autostradali, si richiama l'articolo 175, comma 5, del decreto legislativo 31 marzo 2023, n. 36, Codice dei contratti pubblici (di seguito: Codice), che stabilisce che *"L'amministrazione può richiedere sullo schema delle convenzioni da sottoscrivere un parere preventivo all'Autorità di regolazione dei trasporti"*.

Per il caso di specie, rilevano, poi: (i) l'articolo 1, comma 2-bis, del decreto-legge 29 giugno 2024, n. 89, convertito con modificazioni dalla legge 8 agosto 2024, n. 120, che ha modificato l'articolo 2, comma 1-bis del decreto-legge 10 settembre 2021, n. 121, convertito con modificazioni dalla legge 9 novembre 2021, n. 156, prevedendo la pubblicazione del bando di gara per il nuovo affidamento della concessione in oggetto – che può avvenire anche *"facendo ricorso alle procedure previste dall'articolo 183 del codice dei contratti pubblici, di cui al decreto legislativo 18 aprile 2016, n. 50"* ("Finanza di progetto") – entro il 31 dicembre 2024 e (ii) l'articolo 1, comma 2-sexies, dello stesso decreto-legge, che ha autorizzato *"la società titolare della concessione di costruzione e gestione dell'infrastruttura autostradale A22 Brennero-Modena ad accantonare, in base al proprio piano economico-finanziario, una quota, anche prevalente, dei propri proventi in un fondo di accumulo destinato al finanziamento di interventi di adeguamento e potenziamento della rete autostradale, anche connessa, e di potenziamento di sistemi locali di adduzione all'autostrada medesima e finalizzati al miglioramento della viabilità, anche ordinaria, funzionale all'asse autostradale. L'utilizzo delle disponibilità del fondo avviene in base ad apposite convenzioni da stipulare tra la società concessionaria e gli enti locali territorialmente competenti, che mantengono la responsabilità e la titolarità della realizzazione degli interventi. La convenzione di concessione relativa all'infrastruttura autostradale A22 Brennero-Modena definisce i contenuti delle convenzioni di cui al secondo periodo, l'elenco degli interventi da finanziare e i criteri per l'individuazione di eventuali interventi alternativi da approvare con*

*decreto del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze".*

La modalità della finanza di progetto, individuata dalla legge per l'affidamento della concessione di cui al presente procedimento, non incide sull'esercizio delle competenze dell'Autorità sopra richiamate, posto che le funzioni di regolazione dell'Autorità sono neutre rispetto alle procedure concretamente utilizzate per effettuare le gare. Infatti, come già chiarito dalla giurisprudenza amministrativa proprio in riferimento alle competenze dell'Autorità in ambito autostradale, *"detta competenza è prevista direttamente dalla legge in termini generali e senza alcuna limitazione dipendente dalle modalità di costituzione del rapporto concessorio"* (TAR Piemonte, sentenza n. 46 del 2023).

## 2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE

Al fine di semplificare la lettura della presente relazione istruttoria, si precisa che nel testo si adotterà la seguente nomenclatura:

- sarà denominato **"Documento"** il citato documento posto in consultazione, allegato alla delibera n. 140/2024;
- sarà invece denominato **"Allegato A"** il documento contenente il Sistema tariffario di cui, in esito all'attività istruttoria svolta, si propone l'adozione come allegato alla delibera di conclusione del procedimento.

La relazione illustrativa riguardante la delibera n. 140/2024 reca la descrizione degli istituti e delle tematiche rilevanti, nonché degli elementi essenziali del Documento, unitamente alla *ratio* degli interventi regolatori ivi proposti. Si rimanda, quindi, ai contenuti di tale relazione per l'illustrazione delle motivazioni sottostanti alla proposizione delle misure che non sono state oggetto di osservazioni e/o proposte in esito alla consultazione svolta.

Ciò premesso, nel prosieguo della presente relazione istruttoria si darà conto, sinteticamente, della fase istruttoria finale del procedimento, ossia:

- delle osservazioni e/o proposte formulate, in merito ai contenuti del Documento, dai due partecipanti alla consultazione svolta, che sono risultati essere Autostrada del Brennero S.p.A. e Associazione Italiana Società Concessionarie Autostrade;
- delle motivate valutazioni degli Uffici riguardo alle suddette osservazioni e/o proposte, preliminarmente sintetizzate secondo la seguente classificazione:

Valutazione sintetica	Descrizione
Da accettare	Osservazioni/proposte che hanno reso opportuno introdurre delle precisazioni della posizione dell'Autorità, e conseguentemente del testo del Documento nel pertinente paragrafo.
Da accettare, con modifiche	Osservazioni/proposte che hanno reso opportuno introdurre delle precisazioni della posizione dell'Autorità, e conseguentemente del testo del Documento nel pertinente paragrafo, ed inoltre hanno richiesto la parziale riscrittura di altre parti del testo, nell'ottica di assicurare maggiore chiarezza espositiva.
Chiarimento	Osservazioni che hanno reso opportuno precisare la posizione dell'Autorità senza la necessità di una riscrittura del testo.
Da respingere	Osservazioni/proposte che non hanno comportato una revisione della posizione dell'Autorità.
Da respingere, con precisazioni	Osservazioni/proposte che, pur non comportando una revisione della posizione dell'Autorità, hanno richiesto la parziale riscrittura di parti del testo del Documento, nell'ottica di assicurare maggiore chiarezza espositiva.

## 2.1. Misura 1 del Documento – Oggetto dell'affidamento

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
1	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Richiede di espungere il punto in quanto gli istituti della proroga non possono essere applicati in modo indiscriminato o generale. Propone di utilizzare criteri di valorizzazione dei lavori che tengano conto dei reali costi al momento nel quale tali lavori saranno effettivamente progettati secondo il cronoprogramma ed eliminando, dall'ambito del rischio di costruzione a carico del Concessionario, le variazioni intervenute a causa di modifiche disposte o autorizzate dal Concedente, determinate da revisioni prezzi disposte da ANAS, Enti territoriali, o in forza di norme specifiche.	Da respingere
1	2	AISCAT	Ritiene di difficile applicazione la previsione di mantenere fisso e invariabile il valore dei lavori come definito nella documentazione di gara, ritenendo che questo possa variare per cause al di fuori del controllo del concessionario.	Da respingere

### Valutazione Misura 1 del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere, in quanto la misura va letta in combinato disposto con la previsione di cui alla Misura 21.

Quanto alla proposta formulata da AISCAT, anche questa è da respingere, considerato che il valore delle opere deve essere quantificato in analogia al valore contemplato nel progetto di fattibilità tecnica ed economica, fatto salvo quanto previsto dall'art. 189 del Codice, il quale recepisce l'art. 43 della "direttiva concessioni" 2014/23/UE, e tenuto, inoltre, conto di quanto raccomandato dall'ANAC e dal MEF in ambito di partenariato pubblico e privato.

## 2.2. Misura 2 del Documento – Durata della concessione

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
2	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che la durata della concessione decorra dalla data di registrazione del decreto di approvazione della Convenzione.	Chiarimento
2	3	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che debba essere specificato che lo schema di concessione disciplina puntualmente gli istituti della sospensione dei lavori e della proroga di ogni singolo intervento, nel rispetto dell'articolo 121 del Codice.	Da accettare



### Valutazione Misura 2, punto 1, del Documento

In relazione al rilievo formulato da Autostrada del Brennero S.p.A. riguardo alla decorrenza della durata della concessione si chiarisce che, in base alle consuete regole che disciplinano i contratti pubblici di concessione, è implicito che la data di decorrenza della stessa coincida con quella di registrazione alla Corte dei conti del decreto interministeriale MIT-MEF che approva il contratto di concessione; pertanto, non si ritiene necessario specificarlo ulteriormente nell'atto di regolazione.

### Valutazione Misura 2, punto 3, del Documento

Si ritiene di accogliere la proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A., inerente alla variazione della Misura 2, punto 3, in quanto tale specificazione permette un maggior grado di dettaglio, riflettendo distintamente la complessità degli interventi a carico del concessionario.

Riguardo all'articolazione della disciplina convenzionale tale da ricomprendere i distinti istituti della sospensione dei lavori e della proroga dei lavori per fasi e per singolo intervento, si precisa che l'esplicitazione degli stessi, che rappresenta un chiaro riferimento alla durata delle singole attività oggetto della concessione, non esclude la ripartizione per singoli interventi, né la loro possibile sovrapposizione.

Tale scelta risponde, peraltro, ad esigenze di chiarezza e di trasparenza del rapporto concessorio e consente, altresì, una più puntuale ripartizione degli obblighi tra il concedente ed il concessionario, anche per quanto riguarda la corretta allocazione dei rischi del contratto.

## 2.3. Misura 3 del Documento – Trattamento del rischio traffico

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
3	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Richiede che al termine di ogni periodo regolatorio, di durata quinquennale, le stime di traffico inserite nel PEF siano soggette ad aggiornamento periodico.	Da accettare, con modifiche
3	1	AISCAT	Ritiene di allocare il rischio traffico sul concessionario in ciascun periodo regolatorio quinquennale, prevedendo l'aggiornamento dei volumi di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio.	Da accettare, con modifiche
3	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Rileva di dover chiarire che nel caso in cui ci sia una riduzione dei volumi di traffico dovuti ad eventi straordinari questi non siano imputabili al concessionario.	Da respingere

### Valutazione Misura 3, punto 1, del Documento

Preso atto della durata di 50 anni prevista per la nuova concessione di cui trattasi, si ritiene ragionevole riformulare la misura per tener conto della proposta, pervenuta dagli *stakeholder*, di consentire la verifica della validità delle stime di traffico ipotizzate in sede di offerta per la partecipazione alla procedura di gara, ma solo a partire dalla scadenza del terzo periodo regolatorio e con cadenza quinquennale.

Tale previsione, oltre che porsi in continuità con gli atti di regolazione già adottati dall'Autorità con riferimento alle nuove concessioni autostradali, risulta anche coerente con quanto al momento previsto dal disegno di legge annuale per il mercato e la concorrenza 2023 (AC 2022) in merito alla durata delle concessioni autostradali, che non dovrebbe essere superiore a 15 anni.

Conseguentemente, si è provveduto a modificare coerentemente la definizione di "Periodo regolatorio".

#### Valutazione Misura 3, punto 2, del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere, considerato che quanto proposto risulta già previsto dalla normativa vigente, così come stabilito dall'art. 192 del Codice, che già detta disciplina in materia.

### 2.4. Misura 5 del Documento – Obblighi a carico del concessionario e allocazione dei rischi relativi alle fasi di progettazione e costruzione

#### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
5	4	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di proporre modifiche per limitare il rischio del concessionario, prevedendo dei correttivi nello schema di Convenzione e misure di mitigazione per eventi inflazionistici, imprevisti e rilevanti.	Da respingere

#### Valutazione Misura 5, punto 4, del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere in quanto contraria al principio di assunzione del rischio operativo da parte dei concessionari, oltre a non apparire conforme alle previsioni delle Linee Guida ANAC 9/2018.

Va evidenziato che la Misura 5, punto 4, del Documento reca un'elencazione esemplificativa e non esaustiva delle tipologie di rischio normalmente allocabili in capo al concessionario, in quanto ricomprese nelle fasi di progettazione e costruzione poste sotto la sua diretta responsabilità. Quanto ai rischi per mancata o ritardata approvazione dei progetti, peraltro riconducibili al rischio amministrativo, la loro esclusione fra quelli posti a carico del concessionario è espressamente prevista dalla stessa Misura 5, punto 5, del Documento. Si ribadisce, pertanto, che eventi straordinari dovranno essere disciplinati da misure di legge *ad hoc*.

Infine, circa le ipotesi di rischio previste alle lettere c) e d) del citato punto 4, si osserva che le eventuali variazioni di costo dovute a causa di forza maggiore, ovvero scaturenti da variazioni normative e/o regolamentari, sono ricomprese nella trattazione di cui alla Misura 7, punto 3.

### 2.5. Misura 8 del Documento – Monitoraggio delle condizioni economico-finanziario della concessione

#### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
8.1	Da 1 a 4	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che non debba essere considerato il VAN del Progetto, quanto piuttosto solo il TIR di Progetto e il TIR dell' <i>Equity</i> . Rispetto a tale ultimo indicatore, tuttavia, propone di calcolarlo sulla base di una metodologia più	Da respingere, con precisazioni

			coerente con l'effettiva distribuzione degli utili e suggerisce l'adozione del c.d. <i>Dividend Discount Model</i> , maggiormente rappresentativo dei flussi di dividendi previsti per gli azionisti.	
8.1	Da 1 a 4	Autostrada del Brennero S.p.A.	Propone, inoltre, di eliminare il riferimento al ROIC e di ponderare, nell'ambito del <i>benchmark</i> sul TIR di Progetto, il WACC in base al CIN. Richiede, infine, di espungere la verifica dell'equilibrio relativamente alle società di progetto/scopo eventualmente da costituire.	Da accettare, con modifiche
8.1	Da 1 a 4	AISCAT	Valuta di scarsa rilevanza gli indicatori individuati nel ROIC e nel TIR dell' <i>Equity</i> .	Da respingere, con precisazioni
8.2	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che il debito regolatorio, in caso di un eventuale disequilibrio di segno positivo, debba essere utilizzato esclusivamente nell'ambito della concessione per le attività a beneficio dell'utenza previste nel comma 2, lettere a), b) e c), e non anche per le attività di cui alla lettera d), per la genericità e la mancata corrispondenza all' <i>user pay principle</i> . Ritiene necessario modificare il meccanismo di riequilibrio della proposta, che è asimmetrico e pertanto determina un incremento della rischiosità per il concessionario, che prevede <ul style="list-style-type: none"> <li>- un debito regolatorio in caso di disequilibrio positivo, ed</li> <li>- una eventuale possibilità di riequilibrio in caso di disequilibrio negativo.</li> </ul>	Da respingere, con precisazioni
8.2	2	AISCAT	Rileva che il parametro TIR dell' <i>Equity</i> richiede modalità operative di calcolo che dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascuna concessionaria: <ul style="list-style-type: none"> <li>- la presenza nel valore dell'<i>Equity</i> di fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della concessione, variando in maniera significativa in base a: (i) i principi contabili; (ii) eventuali rami di business ulteriori in cui la società è coinvolta; (iii) gli strumenti finanziari adottati dalla società; (iv) altri fattori temporanei;</li> <li>- I flussi di cassa disponibili per gli azionisti che, nel settore autostradale, possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria; le modalità di calcolo di tale parametro individuate da ART sono dunque scarsamente rappresentative.</li> </ul> Si rileva, inoltre, che le modalità di ripristino dell'equilibrio economico finanziario in caso di disequilibrio negativo, pur mantenendo l'allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, dovrebbero considerare: (i) le discontinuità nei volumi di traffico; e (ii) l'aumento dei costi operativi e di investimento.	Da respingere, con precisazioni

## Valutazione Misura 8.1 del Documento

Con riferimento alla Misura 8.1, pare opportuno premettere quanto segue.

Il concetto di equilibrio economico e finanziario (EEF) della concessione, previsto dal Codice dei contratti pubblici, è conservato quando tutti gli indicatori, sia di convenienza economica che di bancabilità, tendono al proprio *benchmark*, tenuto conto della relativa soglia di tolleranza. Ne consegue, pertanto, la necessità anche di porre in essere le azioni volte a recuperare eventuali situazioni di sovra/sotto rendimento rispetto al *benchmark*.

D'altra parte, da un punto di vista più prettamente economico e contabile, pare di immediata comprensione, seguendo la struttura del Conto finanziario (nel caso delle concessioni autostradali in Italia, oppure Rendiconto finanziario di qualsiasi altra fonte di letteratura istituzionale), la differenza tra:

- Flusso di cassa della gestione operativa di progetto (*Free cash flow from Operations* - FCFO), relativo alla gestione caratteristica di Progetto, ovvero relativo alla costruzione e gestione del corpo autostradale, e
- Flusso di cassa a disposizione dell'azionista (*Free cash flow for Equity* - FCFE), ovvero dopo la gestione del debito e dei relativi oneri finanziari e prima della *dividend-policy*.

Pertanto, ne consegue che è senza dubbio necessario attribuire un significato economico e regolatorio assai diverso ai rispettivi indicatori di rendimento, rispettivamente TIR di Progetto e TIR *Equity*: da una parte il *benchmark* di rendimento della gestione caratteristica di progetto e, dall'altra, il *benchmark* del margine di utile ragionevole degli azionisti (c.d. congrua remunerazione dell'*Equity*), da considerarsi, nel caso di specie, con esclusivo riferimento allo stato patrimoniale regolatorio.

Al riguardo, si ritengono non pertinenti le osservazioni pervenute dagli *stakeholder* in merito alla presunta scarsa rilevanza del TIR *Equity*.

Il TIR *Equity*, infatti, è calcolato a livello del FCFE, secondo la metodologia seguita dalle più autorevoli fonti di settore, tra cui le indicazioni scaturenti: (i) dallo schema di contratto standard di concessione e le linee guida per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in Partenariato Pubblico Privato approvate congiuntamente da ANAC e Ragioneria Generale dello Stato (anno 2021); (ii) dalle linee guida per la redazione del PEF nelle procedure di partenariato pubblico-privato (PPP) pubblicate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili congiuntamente alla Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti (anno 2023); (iii) dalla metodologia fornita dall' Unità Tecnica Finanza di Progetto –UTFP (anno 2008) e dall'Istituto per la Finanza e l'Economia Locale (IFEL).

Si ritiene opportuno specificare, peraltro, che il Patrimonio netto da prendere in considerazione sia quello afferente alle sole attività autostradali pertinenti ed accessorie, di cui alla Misura 10, ovverosia ricompreso nello Stato patrimoniale regolatorio (cfr. schema PEF - Conto Finanziamenti).

In aggiunta, da un punto di vista più prettamente contabile ed economico, contrariamente a quanto osservato dagli *stakeholder*, il TIR *Equity* non è influenzabile:

- ✓ né dalla politica di distribuzione del dividendo, la quale è successiva nella struttura del *Conto Finanziario*,
- ✓ né dall'eventualità in cui la società concessionaria sia tenuta a destinare parte dell'Utile di esercizio a talune riserve di Patrimonio netto, in quanto il TIR *Equity*, essendo indicatore della produzione di cassa a disposizione dell'*Equity* perimetrato come sopra indicato, precede non soltanto le singole scelte aziendali di destinazione dell'utile/perdita di esercizio, ma anche eventuali vincoli regolatori e/o statutari relativi alla distribuzione di talune riserve di Patrimonio netto permanentemente impiegato in azienda.

Si ritiene, pertanto, di respingere la proposta di modifica pervenuta dagli *stakeholder* apportando, tuttavia, in via di precisazione, alcuni correttivi alla misura.

Nel dettaglio, ad eccezione dell'indicatore ROIC - che verrà utilizzato esclusivamente per attività di monitoraggio - la verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziarie della concessione avverrà attraverso una rilevazione periodica degli indicatori di convenienza economica (TIR di Progetto e TIR *Equity*) e di sostenibilità finanziaria (DSCR e LLCR), per i quali si precisa che devono riferirsi esclusivamente alle attività autostradali ed alle attività accessorie di cui alla Misura 10. Tali attività accessorie devono essere scomputate dal calcolo del Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO), nonché dal calcolo del Risultato operativo così come indicato negli schemi di calcolo degli indicatori per l'equilibrio economico-finanziario (vedi *infra*).

La specifica del quadro metodologico di calcolo degli indicatori afferenti alle sole attività autostradali pertinenti ed accessorie, espressamente richiesta dagli *stakeholder*, viene fornita allegando alla presente relazione istruttoria gli schemi di calcolo degli indicatori per l'equilibrio economico-finanziario (**Allegato 1**), che consentono di superare i dubbi, di cui ai contributi pervenuti, sull'applicazione di tali indicatori.

Ribadite, in conclusione, le considerazioni alla base della previsione di una specifica misura di recupero dell'eventuale beneficio economico non giustificato del concessionario, si esaminano ora le specifiche proposte pervenute dagli *stakeholder*.

Al punto 1 della Misura 8.1 si prevede un coordinamento testuale con le altre misure, facendo riferimento alle procedure di affidamento per le nuove concessioni autostradali.

Inoltre, al punto 2 della stessa misura, si ritiene di precisare che il parametro del WACC, nell'ambito del *benchmark* sul TIR di Progetto, vada ponderato in base al Capitale Investito Netto.

Il TIR *Equity*, calcolato sulla base del perimetro regolatorio sopra definito, si prevede che venga monitorato in relazione al costo ammesso sul capitale proprio (*Re medio*) a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, calcolato come media del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della concessione.

Ai fini della verifica di cui al punto 1, per gli indicatori (TIR di Progetto, TIR *Equity*, DSCR e LLCR) sono individuati i relativi margini di tolleranza, da assumere al netto degli effetti della Misura 33.

Inoltre, in considerazione di quanto illustrato, si ritiene opportuno specificare che gli indicatori verranno rilevati con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio.

Sempre ai fini della verifica di cui al punto 1, si ritiene, altresì, opportuno eliminare, al punto 3, il riferimento al ROIC.

Si ritiene, infine, opportuno, nel delineato contesto, non prevedere un trattamento differenziato per le società di progetto/scopo rispetto alle altre concessionarie e, pertanto, si propone di eliminare il punto 4.

### **Valutazione Misura 8.2 del Documento**

Si richiamano, al riguardo, le considerazioni generali di cui al punto precedente.

Il sovra/sotto rendimento dell'*Equity* è, peraltro, un tema di significativa importanza nell'ambito della tutela della concorrenza e della disciplina degli aiuti di Stato.

Occorre, in aggiunta alle osservazioni fin qui espresse, rilevare che il servizio di gestione della rete autostradale è classificabile come servizio di interesse economico generale<sup>1</sup> (SIEG) e, pertanto, soggetto agli articoli 14, 106 e 107 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Ne deriva, in particolare, che affinché l'attività economica sia esercitata legittimamente, devono sussistere i quattro requisiti stabiliti

---

<sup>1</sup> Le concessioni autostradali, in qualità di concessioni di lavori e servizi di interesse economico generale, sono, pertanto, soggette anche alla disciplina di cui alle decisioni della Commissione europea del 28 novembre 2005 (2005/842/CE) e del 20 dicembre 2011 (2012/21/UE), nonché alle comunicazioni della Commissione europea (2012/C 8/02) e (2012/C 8/03).

dalla sentenza della Corte di giustizia UE, 24 luglio 2003, *Altmark Trans GmbH* e a. (causa C- 280/00): i) l'impresa beneficiaria deve essere effettivamente incaricata dell'adempimento degli obblighi di servizio pubblico; ii) i parametri sulla base dei quali deve essere calcolata la compensazione devono essere previamente definiti in modo obiettivo e trasparente; iii) la compensazione non può eccedere quanto necessario per coprire i costi originati dall'adempimento degli obblighi di servizio pubblico, tenendo conto dei relativi introiti, nonché di un margine di utile ragionevole; iv) se il servizio non è stato affidato con procedura ad evidenza pubblica, il livello di compensazione deve essere determinato tenendo conto dei costi di "impresa media" gestita in modo efficiente.

Pertanto, affinché le suddette condizioni elaborate dalla giurisprudenza della Corte di giustizia UE siano rispettate, occorre scongiurare il verificarsi di situazioni di sovra-compensazione, vietate dal requisito sub iii) della sentenza *Altmark*, che determinino un livello di remunerazione non proporzionato rispetto al servizio erogato, tale da garantire al concessionario un vantaggio economico non giustificato.

D'altronde, seppure con riferimento ai sistemi tariffari già adottati dall'Autorità per le concessioni vigenti, anche il giudice amministrativo (Cons. Stato, sez. VI, sentenza n. 1324 del 09.02.2024) ha osservato quanto segue: *"è sufficiente rilevare, nel solco della giurisprudenza di questa Sezione (sentenze n. 3484/2022 e n. 8765/2022 già più volte richiamate) che, a differenza di quanto genericamente dedotto da parte appellante, il nuovo sistema tariffario, come pure reso esplicito dall'A.R.T. nel corso del procedimento, non mira all'azzeramento dei profitti ritraibili dalla gestione dell'infrastruttura ma ha come scopo unicamente quello di evitare il conseguimento di "profitti non giustificati". Del resto, in nessuna delle misure contestate si fa esplicito riferimento al criterio della sola copertura dei costi né risulta, altrimenti, dimostrato che dalla applicazione congiunta delle medesime discenda in concreto la completa erosione del margine di utile ritraibile dall'operatore (tanto più se si considera che i mercati di riferimento si atteggiavano a monopoli di fatto)".*

Occorre, per concludere sul punto, considerare un ulteriore effetto derivante dai casi di sovra-compensazione dovuta a benefici economici non giustificati: in tale circostanza, infatti, viene meno la traslazione del rischio operativo in capo al soggetto concessionario, che costituisce un elemento caratterizzante l'istituto giuridico della concessione. Al contrario, in caso di sotto-compensazione dell'*Equity*, sarebbe compromessa la corretta esecuzione, da parte del concessionario, della prestazione oggetto della concessione.

La proposta formulata dagli *stakeholder* non può essere accolta. Nello specifico, non si concorda con l'opportunità di utilizzare il TIR di Progetto quale indicatore di sostenibilità economica da adottare per la misurazione dell'eventuale sovra/sotto rendimento rispetto al margine di utile ragionevole ammesso dall'Autorità (cfr. *Re* di cui alla Misura 23, punto 5), in quanto il tasso interno di rendimento, calcolato a livello del FCFE, si ritiene sia l'indicatore che più correttamente individui il rendimento ammesso dall'Autorità sul capitale proprio a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione (*Re* medio di cui alla Misura 8.1).

Con riferimento alle modalità di recupero, di cui alla Misura 8.2<sup>2</sup>, si precisa che tale meccanismo è, anche, volto a disincentivare e prevenire eventuali comportamenti non virtuosi, da parte dei soggetti aggiudicatari di concessione, nella fase di esecuzione del contratto.

Al fine di rendere più chiara la misura, si ritiene, tuttavia, opportuno sostituire rispettivamente le locuzioni "Disequilibrio di segno positivo" e "Disequilibrio di segno negativo" con "Sovra rendimento" e "Sotto rendimento".

---

<sup>2</sup> Tale sistema era anche previsto dal previgente sistema di regolazione del settore autostradale da parte del CIPE, ove esisteva un articolo di salvaguardia dell'equilibrio economico e finanziario della concessione (cfr. art. 6 – "Recupero", Delibera CIPE n. 39/2007), in caso di benefici economici non giustificati del concessionario.

### Valutazione Misura 8.3 del Documento

Nel rispetto del principio di sostenibilità dei livelli tariffari per l'utenza, oltre che del principio generale di proporzionalità, si ritiene opportuno inserire un punto finale nella Misura 8.3 (punto 4), che reca un'esplicita previsione al riguardo, precisando che la definizione del programma degli investimenti, concordato tra ente concedente e concessionario, deve essere bilanciata rispetto al suddetto principio di sostenibilità, tutelato dall'Autorità, oltre che rispetto agli esborsi finanziari del concessionario, onde evitare di compromettere l'equilibrio economico e finanziario dello stesso.

In fase attuativa, affinché sia preservato l'equilibrio economico e finanziario del progetto, sia *ex ante* sia *ex post*, sarà poi di fondamentale importanza che questa misura venga implementata secondo principi di proporzionalità e ragionevolezza, grazie alla fattiva collaborazione che deve, in ogni caso, caratterizzare i rapporti tra ente concedente e concessionario. Ciò è ancor più evidente in ambito di SIEG, come quello di cui trattasi.

Ciò premesso, con l'indicato punto 4, per rispettare i criteri di sostenibilità ivi indicati, si è tenuto ad adottare un approccio regolatorio che tenesse conto, da una parte, delle stime dei volumi di traffico e dell'elasticità della domanda, e, dall'altra, della disciplina delle poste figurative di cui alla Misura 29, nonché quella del valore di subentro e del criterio di ammortamento a vita utile tecnico-regolatoria, che prevedono un utilizzo moderato di tali strumenti, onde conferire, di per certo *ex ante*, il necessario carattere di proporzionalità e ragionevolezza alla gestione economico-finanziaria della concessione di cui trattasi.

## 2.6. Misura 12 del Documento – Tariffa unitaria media

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
12	4, c)	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che la componente tariffaria per oneri integrativi debba tenere conto del valore della concessione ai sensi dell'art. 13 bis, comma 3, del decreto-legge n. 148/2017, inclusa la relativa remunerazione, qualora il valore della concessione sia considerato su più anni.	<b>Da respingere</b>

### Valutazione Misura 12 del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere, in quanto sembra fare riferimento ad una condizione riconducibile ad accordi già condivisi con il concedente. Nello specifico, si richiama il comma 3 dell'articolo 13-bis del d.l. 148/2017, convertito con modificazioni dalla L. 4 dicembre 2017, n. 172, il quale prevede che: *"a partire dalla data dell'affidamento (...) il concessionario subentrante dell'infrastruttura autostradale A22 Brennero-Modena versa all'entrata del bilancio dello Stato, entro il 15 dicembre di ciascun anno, l'importo di 160 milioni di euro per l'anno 2018 e di 70 milioni di euro annui per ciascuno degli anni dal 2019 al 2024 e comunque fino a concorrenza del valore di concessione, che non potrà essere complessivamente inferiore a 580 milioni di euro"*. Al riguardo, per quanto concerne i costi correlati ad eventuali oneri integrativi da inserire nel calcolo della tariffa, si ritiene che debba essere il concedente, eventualmente, a definire le esatte tempistiche per la riscossione di tale onere, i cui effetti finanziari non possono ricadere sugli utenti.

Si ritiene, infine, opportuno ribadire che le stime di traffico previsionali sono aggiornate alla scadenza di ogni periodo regolatorio, fermo restando che - come precisato nella Misura 3, oltre che nella definizione di periodo regolatorio - tale aggiornamento decorre a partire dalla scadenza del terzo periodo regolatorio.



## 2.7. Misura 14 del Documento – Ulteriori variazioni tariffarie

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
14	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene necessario specificare che le ulteriori variazioni tariffarie imposte dal concedente, ove siano in diminuzione rispetto al livello tariffario scaturente dall'applicazione del sistema tariffario, non compromettano la neutralità economico finanziaria del concessionario valutata nell'arco dell'intero affidamento.	Da accettare

### Valutazione Misura 14, punto 2, del Documento

Si ritiene opportuno modificare la Misura 14, punto 2, del Documento, accogliendo quanto proposto da Autostrada del Brennero S.p.A., ritenendo coerente con la normativa di settore richiamare, tra i principi cui deve essere sottesa l'introduzione di eventuali ulteriori variazioni tariffarie da parte del concedente, anche il principio del mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto.

## 2.8. Misura 18 del Documento – Trattamento dei margini da attività commerciali

### Valutazione Misura 18, punto 2, del Documento

Per maggiore chiarezza, e con finalità di miglior coordinamento del testo delle diverse misure, si ritiene opportuno sostituire, al punto 2, la locuzione "profitto ragionevole" con "congrua remunerazione".

## 2.9. Misura 20 del Documento – Criteri di ammissibilità degli investimenti

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
20	2	AISCAT	Rileva il mancato riconoscimento dell'avviamento, rispetto al quale evidenzia che anche la delibera n.73/2018 non prevedeva il riconoscimento dell'avviamento nel capitale investito regolatorio, a differenza delle delibere relative al resto del settore autostradale, secondo cui l'avviamento è riconosciuto se l'azienda è stata acquistata a titolo oneroso, ovvero per il tramite di operazioni di conferimento, fusione o scissione. Effettua, inoltre, un confronto con i modelli tariffari aeroportuali, ove è stato previsto che il valore dell'avviamento risulta ammissibile, con solo riferimento alle attività accessorie, nel caso in cui tale valore sia stato riconosciuto ai fini regolatori prima dell'entrata in vigore del modello regolatorio.	Da respingere

### Valutazione Misura 20, punto 2, del Documento

Con riferimento alla asserita criticità riguardante l'esclusione del valore dell'avviamento dal CIN, si sottolinea, come peraltro rilevato dallo stesso soggetto partecipante, che tale scelta regolatoria è in linea



con le considerazioni svolte in precedenza da parte dell'Autorità riguardo alla stessa tratta autostradale in esame; il riferimento è alla delibera n. 73/2018 con cui l'Autorità ha approvato il sistema tariffario di pedaggio per l'affidamento della gestione *in house* di detta tratta autostradale. Nel caso di specie, inoltre, non sono ravvisabili gli estremi per l'inclusione nel CIN di costi da sostenersi per il subentro nella titolarità della concessione, in quanto non ne rilevano i presupposti.

Inconferente appare, inoltre, il richiamo al settore aeroportuale, nell'ambito del quale l'avviamento rappresenta una voce di costo non pertinente, di cui si prevede l'allocazione limitatamente alle sole attività accessorie e unicamente se sussiste una condizione – ovvero sia il riconoscimento del relativo valore a fini regolatori prima dell'entrata in vigore dell'Atto di regolazione – che, trattandosi di una concessione oggetto di nuovo affidamento, non ricorre nel caso di specie.

Pertanto, alla luce delle considerazioni esposte, viene confermato il testo del Documento allegato alla delibera n. 140/2024.

## 2.10. Misura 21 del Documento – Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
21	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Valuta i criteri di allocazione del rischio di costruzione in capo al concessionario più stringenti sugli scostamenti tra i costi sostenuti e preventivati. Ritiene che debbano essere modificati la lettera c) e la lettera d) della Misura, al fine di far emergere l'esclusione del rischio di costruzione per quelle modifiche disposte dal Concedente o dovute a cause di forza maggiore fuori dal controllo del concessionario.	Da accettare, con modifiche
21	1	AISCAT	Segnala la presenza di una contraddizione tra il punto d) della Misura ed i punti precedenti (b e c). Ritiene che tale previsione appaia ingiustificatamente penalizzante, in quanto, in sede di definizione delle tariffe, non sarebbe possibile tenere conto di eventuali modifiche dei costi che siano state approvate dal concedente.	Da accettare, con modifiche

### Valutazione Misura 21, punto 1, del Documento

Si accoglie la richiesta di riformulazione della misura derivante dall'osservazione pervenuta da AISCAT relativa al progetto definitivo, indicato alla Misura 21, punto 1, lettera b). Tale riferimento è stato sostituito con quello relativo al progetto di fattibilità tecnica ed economica.

Si ritiene opportuno riformulare il testo di cui alla lettera d), al fine di tener conto di modifiche disposte dal concedente nei termini di legge; tale variazione è necessaria anche per esigenze di coordinamento con quanto previsto dalle precedenti delibere riguardanti la regolazione del settore autostradale.

## 2.11. Misura 22 del Documento – Costi di rimborso del capitale ed eventuale valore di subentro

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
22.2	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di cancellare il riferimento al requisito secondo cui la determinazione dei costi di rimborso del capitale deve essere effettuata sul CIN, al netto del valore di subentro, oltre a prevedere l'ammortamento degli asset reversibili a quote costanti calcolate sull'investimento complessivo previsto in base alla durata totale della concessione, sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione, o, in alternativa, a quote differenziate, sistematicamente applicate ad ogni esercizio, da calcolare sull'investimento complessivo previsto, determinate nei singoli casi sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione.	Da respingere
22.2	1	AISCAT	Rileva che nell'ammortamento finanziario non è prevista la possibilità di applicare quote di ammortamento differenziate, come attualmente possibile nel vigente regime regolatorio. Per quanto riguarda l'ammortamento tecnico la previsione contenuta nell'Allegato A risulta diversa dal quadro vigente, che prevede la possibilità di applicare gli ammortamenti tecnici solamente per gli asset la cui vita utile, in ragione della propria natura, non si estende oltre il termine di scadenza della concessione.	Da respingere
22.2	2	AISCAT	Osserva che gli elementi di novità introdotti relativi alla determinazione dell'importo relativo del valore subentro entro un limite fisso predeterminato, evidenziano che: <ul style="list-style-type: none"> <li>- la misura in oggetto limita la possibilità di riconoscere all'interno del valore di subentro il saldo delle poste figurative al termine della concessione.</li> <li>- il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, calcolato sulla base di elementi quali il piano di investimenti, potrà essere definito come riferimento, lasciando comunque spazio per valutazione caso per caso sulla base delle specificità di ciascuna concessione.</li> </ul> Evidenzia infine che il valore di subentro come oggi rappresentato non è elegibile nei flussi finanziari da parte delle agenzie di rating ai fini della valutazione delle metriche creditizie; tale limitazione comporta quindi un considerevole appesantimento della struttura finanziaria.	Da respingere
22.3	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di espungere la previsione di remunerare l'eventuale valore di subentro al costo del debito, in quanto tale misura appare non ragionevole da un punto di vista economico-finanziario, determinando un rilevante impatto negativo sul rendimento della concessione ed essendo in contraddizione con i	Da respingere, con precisazioni

			principi di orientamento economico-finanziario della regolamentazione.	
22.3	1	AISCAT	<p>Rileva che la proposta di differenziare i costi di remunerazione del valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando un tasso di remunerazione più basso, presenta forti criticità e non risulta di fatto condivisibile. Gli elementi di criticità fanno in particolare riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- fonti di finanziamento utilizzate per la realizzazione degli investimenti sottostanti al valore di subentro;</li> <li>- rischio di costruzione;</li> <li>- rischio di mercato;</li> <li>- distorsioni alla leva finanziaria;</li> <li>- rendimento della concessione.</li> </ul> <p>Ritiene, inoltre, che la misura risulta in sostanziale discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente, implicando la violazione dei principi di orientamento al costo insiti nella regolazione.</p>	<b>Da respingere, con precisazioni</b>

#### Valutazione Misura 22.2, punto 1, del Documento

La proposta formulata non può essere accolta in quanto non conforme a quanto previsto dall'art. 104 del TUIR (DPR 917/86), il quale prevede espressamente l'ammissibilità di *"quote di ammortamento finanziario differenziate da calcolare sull'investimento complessivo realizzato"*, in coerenza con le disposizioni del codice civile, nonché con i principi contabili nazionali o internazionali (IAS-IFRS), ove applicabili.

Peraltro, il medesimo profilo è stato oggetto di rilievo da parte della Corte dei conti (Deliberazione 18 dicembre 2019, n. 18/2019/G).

La misura 22.2, punto 1, lettera a), è stata modificata precisando che le quote annue regolatorie scaturiscono dall'alternativa applicazione all'investimento complessivamente realizzato, debitamente motivata, di:

- aliquote costanti;
- aliquote differenziate determinate sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione.

#### Valutazione Misura 22.2, punto 2, del Documento

La proposta formulata è da respingere. Considerate la durata ipotizzata dall'ente concedente per l'affidamento in concessione e il quadro degli investimenti ad essa sotteso, non appare ragionevole prevedere - sin dal momento dell'affidamento - la possibilità di accumulare un valore di subentro.

Pertanto, la formazione di un eventuale valore di subentro dovrebbe essere sottoposta alle valutazioni dell'Autorità soltanto in occasione dell'aggiornamento/revisione del PEF a partire dal secondo periodo regolatorio.

La durata della concessione, infatti, secondo il Codice dei contratti pubblici, *"non supera il periodo di tempo in cui si può ragionevolmente prevedere che il concessionario recuperi gli investimenti effettuati nell'esecuzione dei lavori o dei servizi, insieme con un ritorno sul capitale investito"*.

### Valutazione Misura 22.2, punto 3, del Documento

Si ritiene di respingere la proposta, in quanto, da un punto di vista sostanziale, il valore di subentro è sottoposto a un minor rischio, ed in particolar modo all'assenza del rischio traffico.

## 2.12. Misura 23 del Documento - Tasso di remunerazione del capitale investito

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
23	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di utilizzare il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, per le eventuali società si scopo/progetto che non hanno dati storici.	Da accettare, con modifiche
23	2	AISCAT	Rileva che il passaggio a un gearing nozionale determina maggiore stabilità, trasparenza e prevedibilità rispetto all' approccio attuale. Tuttavia, sostiene che le modifiche proposte risentono di criticità relative alla scelta della soglia del 75%, all'utilizzo di valori di libro e non di mercato, e alla metodologia di <i>re-levering</i> .	Da respingere
23	3	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di espungere il punto 3, proponendo di utilizzare il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerare come valore target del settore, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento, che per il calcolo del WACC.	Da respingere
23	4	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene di modificare la determinazione del costo ammesso sul capitale di debito. Propone l'eliminazione del passaggio di cui alla lettera a), par. (iii) e (iv), in riferimento al costo di indebitamento superiore di 50 punti base rispetto al costo di indebitamento verso terzi. Ritiene opportuno prevedere, con riferimento alla lettera b), l'utilizzo della media semplice rispetto alla mediana. Richiede l'utilizzo di dati non riferibili ad anni solari. Ritiene, inoltre, che in caso di eventuale costituzione di una nuova società di progetto/scopo, il costo del debito debba corrispondere al costo medio di finanziamento dei contratti sottoscritti dalla nuova società costituita per assicurare l'adeguata remunerazione del capitale di debito. Propone di introdurre, in caso di project financing, una previsione che preveda l'aggiornamento del Kd ad ogni eventuale revisione straordinaria del PEF e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.	Da respingere

23	4	AISCAT	<p>AISCAT rileva che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Il calcolo basato su valori di bilancio sia poco trasparente, e che i costi storici non tengano conto dell'incertezza futura;</li> <li>- i pesi di ponderazione prospettati per le due componenti del costo del debito, pari rispettivamente a 90% e 10%, dovrebbero essere adeguatamente giustificati;</li> <li>- l'utilizzo di un indice iBoxx non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani;</li> <li>- l'utilizzo dei dati relativi agli "anni solari" per gli indici di mercato comporta un significativo disallineamento temporale tra i valori utilizzati in sede di definizione del WACC e quelli prevalenti nel mercato al momento della delibera;</li> <li>- non è prevista una componente nel costo del debito a copertura dei costi di transazione e accensione del debito.</li> </ul>	<b>Da respingere</b>
23	6	Autostrada del Brennero S.p.A.	<p>Ritiene di utilizzare i dati relativi agli ultimi 3 anni disponibili al momento della stima del WACC, utilizzando gli ultimi 36 mesi disponibili al posto degli ultimi 3 anni solari, nonché l'adozione del valore medio, anziché mediano.</p> <p>Rileva come il valore dell'ERP relativo all'Europa non possa essere utilizzato, perché include mercati, come la Russia e il Regno Unito, la cui valuta è diversa dall'Euro; pertanto, propone di utilizzare che l'ERP medio dell'Unione Europea sia calcolato come media dell'ERP dei paesi dell'Eurozona ponderata per la capitalizzazione di mercato di ciascun paese.</p> <p>Relativamente all'utilizzo di media aritmetica e geometrica, sostiene che l'utilizzo della seconda deve essere limitato.</p>	<b>Da respingere</b>
23	6	AISCAT	<p>AISCAT rileva le seguenti criticità:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'utilizzo di dati <i>backward looking</i>;</li> <li>- l'utilizzo di anni solari;</li> <li>- l'incertezza rispetto al periodo di decorrenza del calcolo del <i>risk free rate</i>.</li> </ul> <p>La metodologia proposta per il calcolo dell'<i>equity risk premium</i> introduce alcuni elementi di novità, rilevando che la metodologia proposta non è sufficientemente chiara relativamente alle metodologie di calcolo, con particolare riferimento all'utilizzo dei paesi dell'Unione Europea.</p>	<b>Da respingere, con precisazioni</b>
23	7	Autostrada del Brennero S.p.A. AISCAT	<p>Ritiene di utilizzare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- i dati relativi agli ultimi 5 anni disponibili al momento della stima del WACC, al posto degli ultimi 3 anni solari;</li> <li>- la correzione di Blume;</li> <li>- i valori di mercato dei <i>comparables</i> per il <i>de-levering</i>;</li> <li>- il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerare come valore target del</li> </ul>	<b>Da respingere, con precisazioni</b>

			settore, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento, che per il calcolo del WACC; - <i>comparables</i> che superino test di liquidità; - un differente campione di <i>comparables</i> .	
23	9	Autostrada del Brennero S.p.A.	Richiede che, per la società di progetto/scopo eventualmente da costituire, il valore del Kd debba essere aggiornato al verificarsi di eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili non imputabili al concessionario che incidono in modo significativo sull'equilibrio finanziario e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento dello specifico concessionario, assunte a condizioni competitive di mercato.	Da respingere
23	9	AISCAT Autostrada del Brennero S.p.A.	Con riferimento al meccanismo di aggiornamento intra-periodo, rilevano che la soglia individuata è eccessivamente elevata, e, in quanto tale, rende improbabile l'attivazione del meccanismo di trigger, se non in circostanze eccezionali.  Inoltre, la Delibera sembra prospettare un'unica finestra per la verifica del trigger sull'intero periodo regolatorio (nel secondo anno, quindi a tre anni di distanza da quando il WACC è stato fissato), riducendone quindi la possibile efficacia.	Da accettare, con modifiche

### Valutazione Misura 23, punto 2, del Documento

Si ritiene di accogliere la richiesta di inserire una precisazione per le nuove concessioni, vista la mancanza di dati storici, per il primo periodo regolatorio.

Circa la previsione di un secondo livello di *gearing*, tale scelta è dovuta al fatto che, seppure ART si sia orientata ad un livello di *gearing* nozionale, è fondamentale contemperare, da un lato, la necessità di consentire ai concessionari di bilanciare liberamente le proprie fonti di finanziamento e, dall'altro, l'esigenza di evitare comportamenti opportunistici. Tale obiettivo è stato raggiunto tramite la determinazione di una soglia di tolleranza, che prevede, peraltro, l'intervento della seconda fattispecie solo in caso di valori molto elevati di indebitamento, in modo da limitare l'utilizzo del *gearing* al 75% ai soli *outlier*.

Il valore delle soglie è motivato dallo studio della società di consulenza OXERA del giugno 2015, commissionato da ARERA ed intitolato "*Estimating the cost of capital for Italian electricity and gas network*" (2009): "*For example, Moody's guidance for regulated networks indicates that a gearing of 45–60% would be consistent with an A rating, and a gearing of 60–75% would be consistent with a BBB rating.*"

Pertanto, la soglia del 50% si colloca – cautelativamente – leggermente al di sotto del valore medio dell'intervallo indicato da *Moody's* per il primo gruppo, ovvero quello di imprese operanti in network regolati e caratterizzate da un *rating* di tipo A, valore coerente con un valore-obiettivo relativo ad un operatore nozionale efficiente, mentre la soglia del 75% è quella che *Moody's* definisce come soglia limite per un *rating* di tipo BBB.

### Valutazione Misura 23, punto 3, del Documento

La proposta di eliminazione, formulata da Autostrada del Brennero S.p.A., non può essere accolta, in coerenza con il respingimento della richiesta relativa al punto 2 della Misura 23, nella quale è stato previsto il mantenimento delle due fattispecie.

Per quanto riguarda l'utilizzo di valori di mercato anziché di libro si ritiene opportuno mantenere l'approccio che l'Autorità adotta in tutti i settori, basato su dati di bilancio omogenei, in favore dell'utilizzo di valori di mercato. Questi ultimi, infatti, sono potenzialmente influenzabili anche da fattori esterni alla società, quali ad esempio comportamenti speculativi sui mercati finanziari.

#### **Valutazione Misura 23, punto 4, del Documento**

La proposta formulata non può essere accolta.

Con riferimento particolare alla scelta degli anni solari di cui alla lettera a), tale scelta è obbligata, in considerazione della natura dei dati di bilancio.

Si ritiene, inoltre, non necessario accogliere la proposta di eliminazione del punto 4, lettera a), numero (iii), in quanto ne verrebbe compromessa la relativa chiarezza. In merito, si rileva che i dati di bilancio sono pubblicamente disponibili e, pertanto, rendono il calcolo del costo del debito di settore replicabile. Inoltre, tali dati hanno l'indubbio vantaggio di fotografare, seppure con un lieve ritardo, il costo di indebitamento effettivo del settore.

Si precisa che, prendendo in considerazione la richiamata voce di bilancio relativa agli oneri finanziari, tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti, eventuali oneri accessori connessi alla copertura del rischio di oscillazione dei tassi (*interest rate swap*) sono ricompresi e non si ritiene pertanto necessaria un'ulteriore precisazione all'interno della misura.

In considerazione del fatto che, come precisato, nel calcolo del costo medio del debito di settore sono ricompresi gli oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti, ivi compresi i costi di transazione, non si ritiene necessario aggiungere una componente *ad hoc* tramite un parametro addizionale.

Per quanto riguarda i debiti infragruppo e verso soci, la proposta di eliminazione della clausola di esclusione in caso di valori anomali non può essere accolta.

L'Autorità aveva finora escluso tali partite, al fine di privilegiare la terzietà effettiva del soggetto finanziatore piuttosto che una terzietà di natura formale, suscettibile invece di produrre distorsioni sulle condizioni economiche concordate per il finanziamento. Mantenendo tale orientamento, l'Autorità ha stabilito di allargare il campione considerato per il calcolo del costo del debito ai debiti (e oneri) infragruppo e verso soci, prevedendo una misura di salvaguardia che escluda tali debiti qualora il valore del costo di indebitamento in parola sia superiore di 50 punti base (+0,5%) rispetto al costo di indebitamento verso terzi. Infatti, valori superiori a tale soglia, non risultando in linea con quelli verso terzi, potrebbero essere dovuti a comportamenti opportunistici che generano forme di indebitamento inefficienti.

Si chiarisce ad ogni buon conto che, in caso di un singolo valore anomalo, non si escluderanno *tout court* i valori afferenti a tale fattispecie, ma ci si limiterà ad espungere il singolo dato.

Per coerenza con quanto definito alla lettera a) della misura, al fine di confrontare il costo rilevato nel settore con quello *benchmark* sulla base del medesimo intervallo temporale, anche gli indici *iBoxx* saranno presi in considerazione sul medesimo periodo. Inoltre, tale scelta ha il vantaggio di permettere ai concessionari autostradali di conoscere anticipatamente il valore utilizzato, in quanto non influenzato dalla data di rilevazione del dato da parte degli Uffici, il tutto in favore della trasparenza e della completa replicabilità e prevedibilità del valore.

Peraltro, seppure la fine dell'intervallo preso in considerazione sia leggermente più distante dalla data di determinazione del dato, tale previsione è ampiamente compensata dal restringimento dell'intervallo temporale da 5 a 3 anni e dall'utilizzo della media ponderata crescente, che pesa il dato dell'ultimo anno al 50%, per ponderare i dati annui.

Per quanto riguarda la scelta di utilizzare la media anziché la mediana, si ribadisce che la mediana è maggiormente rappresentativa del valore di tendenza centrale, in caso di valori anomali, senza essere eccessivamente influenzata dai periodi di volatilità legati ad eventi eccezionali; viceversa, in caso di



distribuzione normale dei valori, media e mediana coincidono, come correttamente rilevato, tra l'altro, dagli stessi *stakeholder*.

Per quanto attiene alla richiesta di Autostrada del Brennero S.p.A. di utilizzare il costo del debito specifico in caso di project financing, la proposta non può essere accolta, in quanto l'adozione di un tasso nozionale esclude soluzioni *tailor-made*.

### **Valutazione Misura 23, punto 6, del Documento**

In merito alla scelta del mantenimento della mediana e della finestra temporale basata su anni solari, si rimanda a quanto sopra specificato.

Per quanto riguarda, invece, la formula di ponderazione posta in consultazione, che prevede l'utilizzo combinato di media geometrica e aritmetica, essa è coerente con la dottrina economica e le *best practices*. Si evidenzia, altresì, che tale formula, prudenzialmente, assegna alla media aritmetica un peso preponderante, pari a circa il 90%. Nel dettaglio, si precisa che la *ratio* sottesa all'orizzonte temporale di 15 anni su "n", riflette la durata media di un investimento. Non si ritiene, infatti, che un investimento in beni reversibili, anche in relazione a quanto emerso dall'indagine conoscitiva di cui alla delibera n. 56/2024, sia coerente con una durata di 5 anni, come proposta dagli *stakeholder*.

Per quanto riguarda l'*equity risk premium*, nella porzione determinata utilizzando i valori medi di ERP ottenuti dalle stime delle serie storiche di *Dimson, Marsh & Staunton* per l'Unione Europea, si chiarisce che si intende il valore medio ponderato degli ERP di ciascuno dei Paesi dell'area Euro riportati nella pubblicazione DMS, i cui dati siano disponibili per l'intero intervallo temporale monitorato, ossia a partire dal 1900<sup>3</sup>. La ponderazione è effettuata secondo la metodologia illustrata nel documento redatto dal *Body of European Regulators for Electronic Communications "BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2024)"*.

Per quanto riguarda l'aspetto relativo alla coerenza della scelta di mantenere il RFR italiano, la scelta è stata effettuata in considerazione dello *spread* di tali titoli rispetto ai titoli di Stato di altri Paesi Europei, in modo da incorporare direttamente un *Country risk premium*, senza dover effettuare ulteriori correzioni.

### **Valutazione Misura 23, punto 7, del Documento**

Per quanto riguarda la scelta del mantenimento della media e della finestra temporale basata su anni solari, si rimanda alle valutazioni effettuate con riferimento al punto 4 della Misura 23.

In merito alla proposta di adozione della correzione di *Blume*, si rileva che essa ha sempre prodotto un effetto incrementativo del valore del beta, ma in letteratura non vi è uniformità di posizione circa la correzione di un possibile *bias* e pertanto non vi è evidenza sul miglioramento dell'accuratezza della stima.

Si precisa che il *de-levering*, in continuità con la regolazione vigente, avviene tramite l'utilizzo dei valori dei singoli *comparables*. Per quanto riguarda l'utilizzo del valore di equity di mercato a tale scopo, si rimanda a quanto sopra rilevato in merito ai valori di mercato e di libro/bilancio.

Si ritiene opportuno mantenere il valore della leva nozionale di settore adottata per il *relevering*, pari a quello della leva *benchmark* del settore autostradale<sup>4</sup>, finalizzata a tener conto di una struttura finanziaria efficiente. Ciò in ottica di preservare l'efficacia della misura nel fornire un giusto segnale di prezzo, disincentivando comportamenti opportunistici, ovvero al fine di disincentivare l'eventuale adozione, da parte della società concessionaria, di un livello di indebitamento finanziario (in caso di *gearing* superiore al 75%) che possa mettere a rischio la stabilità finanziaria del servizio pubblico oggetto di concessione.

Si ritiene di accogliere la richiesta di introdurre un test di liquidità tra i criteri per la scelta dei *comparables*.

---

<sup>3</sup> Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia.

<sup>4</sup> Ossia una leva pari a 1, corrispondente al *gearing* al 50%, di cui alla lettera a) della Misura 23, punto 2.



Per quanto riguarda i *comparables* proposti si ritiene di mantenere l'orientamento adottato dall'Autorità, laddove si prevede che il campione dei *comparables* sia composto da società quotate che gestiscono infrastrutture strategiche nazionali o europee.

Inoltre, si rileva che le modifiche proposte al campione riguarderebbero società operanti nel settore aeroportuale (infrastrutture non a rete), o imprese connotate, per quanto gli Uffici dell'Autorità abbiano avuto modo di verificare, da caratteristiche di struttura finanziaria che rendono i conseguenti valori di asset beta fortemente anomali (Sacyr), ovvero sempre più orientate ad operare in una moltitudine di settori diversificati e non regolati, caratterizzati da elevati livelli di rischio (Vinci), e, conseguentemente, potrebbe riflettere una maggiore rischiosità rispetto a quella specifica del settore autostradale con riferimento ai servizi regolati.

Anche alla luce di quanto precede, al fine di incrementare la prevedibilità del calcolo, si ritiene opportuno eliminare la specificazione che i *comparables* indicati sono individuati in prima applicazione con riserva di modifica della composizione del panel. Resta in ogni caso fermo che l'Autorità avvierà uno specifico procedimento nel caso in cui sopravvenute circostanze, quali ad esempio il *delisting*, rendessero necessaria una significativa modifica del campione.

### Valutazione Misura 23, punto 9, del Documento

Si ritiene di respingere il riferimento ai punti base in luogo alla variazione percentuale, in quanto è più ragionevole valutare il meccanismo di trigger in termini relativi e non assoluti.

Tuttavia, si ritiene di accogliere il rationale sotteso alla proposta degli *stakeholder*, riducendo la soglia *trigger* a 15%, in modo da incrementare la probabilità di attivazione del meccanismo, in caso di situazioni di elevata volatilità.

La previsione di un'unica finestra di variazione, all'interno del singolo periodo regolatorio, appare necessaria al fine del mantenimento del rischio in capo al concessionario.

La proposta di un meccanismo di *trigger* basato sulle oscillazioni di costo del debito del singolo concessionario proposta da Autostrada del Brennero S.p.A. non è ammissibile, in coerenza con l'adozione di un costo del debito nozionale ed efficiente.

Per quanto riguarda l'osservazione di AISCAT relativa all'applicazione di differenti WACC da parte dei diversi concessionari, si rileva che la misura in analisi, grazie anche alla maggior stabilità dei valori determinati e alla previsione di un meccanismo *trigger*, riduce la cornice di variabilità. Un pieno riallineamento sarebbe possibile solo con la modifica dell'intero sistema tariffario di tutte le concessioni, con la previsione di un unico periodo regolatorio per il settore; tale previsione esula dal provvedimento in esame.

## 2.13. Misura 24 del Documento – Dinamica della componente tariffaria di gestione

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
24	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che le modalità di calcolo della sub-componente tariffaria connessa ai costi incrementali, basate sul rapporto tra il livello incrementale annuo dei costi di gestione ed il volume medio di traffico atteso nel periodo regolatorio, comporti effetti distorsivi sull'efficientamento. Propone di sostituire, pertanto, ai volumi di traffico medi del periodo regolatorio, i volumi di traffico puntuali dell'anno di calcolo del costo unitario incrementale.	<b>Da respingere</b>

			Suggerisce, in proposito, l'adozione di una metodologia simile a quella già utilizzata nel settore aeroportuale.	
--	--	--	--	--

### Valutazione Misura 24, punto 2, del Documento

La proposta formulata dall'attuale gestore Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere.

Nel dettaglio, con specifico riferimento al settore interessato, si ritiene necessario confermare che, ai fini del calcolo della componente tariffaria di gestione, i volumi di traffico vanno assunti come media aritmetica delle previsioni sull'intero orizzonte temporale di cinque anni. La metodologia di cui alla Misura 24 prevede, poi, il completo riconoscimento dei costi incrementali stimati *ex ante* in ciascun anno del periodo regolatorio secondo la dinamica del *price cap* di cui alla Misura 24, punto 1, che deve tenere conto, altresì, della variazione di tali costi in ragione dell'inflazione programmata e dell'indicatore di produttività annuale.

Appare, infine, inconferente il riferimento al settore aeroportuale, vista la differente elasticità dei costi dei due settori autostradale e aeroportuale.

## 2.14. Misura 25 del Documento – Tasso di inflazione programmato

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
25	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che vada utilizzato il dato puntuale di inflazione riportato nella pubblicazione <i>“Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024”</i> riportato nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea a pagina 26, in particolare facendo riferimento al valore <i>“IAPC”</i> della tabella di cui alla pubblicazione citata.	<b>Chiarimento</b>
25	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Propone, inoltre, l'aggiornamento annuale della tariffa di gestione con l'ultimo tasso inflazione disponibile.	<b>Da respingere</b>
25	1	AISCAT	Rileva che il passaggio all'utilizzo delle stime sull'inflazione incluse nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea in luogo di quelle contenute nel DEF/NADEF potrebbe non essere sufficiente a risolvere una delle principali criticità della metodologia attuale, ovvero la mancanza di stime puntuali per tutti gli anni del periodo regolatorio. Inoltre, l'utilizzo di valori prospettici fa sì che il concessionario continui ad essere esposto all'andamento effettivo dell'inflazione, che potrebbe differire significativamente dalle stime prospettiche, soprattutto in un contesto macroeconomico come quello attuale.	<b>Da respingere</b>

### Valutazione Misura 25, punto 1, del Documento

Con riferimento al chiarimento richiesto sull'indicatore da utilizzarsi quale tasso di inflazione nella formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 24 del Documento, si precisa che andrà fatto riferimento al

dato puntuale di inflazione, inteso quale Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), come riportato nella pubblicazione *“Proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro formulate dagli esperti della BCE”*.

Non si ritiene necessario introdurre un meccanismo di aggiornamento annuale della tariffa di gestione con l’ultimo tasso di inflazione pubblicato nel corso del periodo regolatorio, in ragione della finalità di mantenere un quadro di maggiore stabilità della dinamica tariffaria. Al riguardo si osserva come, in generale, le buone pratiche di regolazione debbano fornire un adeguato grado di certezza e prevedibilità in termini di previsioni economiche, oltre che la piena e totale trasparenza delle logiche sottostanti le dinamiche tariffarie.

Pertanto, si ribadisce che il tasso di inflazione determinato secondo le modalità di cui alla Misura 25 del Documento si applica per la durata dell’intero periodo regolatorio.

## 2.15. Misura 26 del Documento – Obiettivo di incremento di produttività da efficientamento

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
26	Da 1 a 5	Autostrada del Brennero S.p.A.	Viene richiesta l’introduzione di una clausola di diluizione della X oltre il quinquennio, al verificarsi di alcune condizioni.	<b>Da accettare, con modifiche</b>

### Valutazione Misura 26 del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da accettare, in prima applicazione, limitando, tuttavia, la possibilità di diluire l’efficientamento nell’ambito di due periodi regolatori, al verificarsi delle seguenti condizioni: a) presenza, per ragioni 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  $X^*$ ; b) compromissione, pur in presenza di oggettive e documentate azioni di efficientamento, dei requisiti di solidità patrimoniale come previsti dall’articolo 11, comma 5, della legge 23 dicembre 1992, n. 498.

La diluizione di cui trattasi - in presenza delle indicate condizioni, individuate in continuità con la regolazione già adottata dall’Autorità in materia e tenuto conto delle caratteristiche della tratta autostradale interessata - risponde all’esigenza di contemperare il mantenimento dell’equilibrio della gestione con il contenimento dei costi per gli utenti.

## 2.16. Misura 29 del Documento – Poste figurative

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
29	2	Autostrada del Brennero S.p.A.	Propone di espungere il punto, in quanto non condivide la proposta di differenziare le poste figurative, già presenti nell’attuale sistema tariffario, in due sub-componenti a cui applicare una remunerazione differente da quella applicata al Capitale Investito Netto.	<b>Da respingere, con precisazioni</b>
29	Da 1 a 2	AISCAT	AISCAT rileva i seguenti profili di criticità, con riferimento a: - la natura delle poste figurative;	<b>Da respingere, con</b>

			<ul style="list-style-type: none"> <li>- l'applicazione di modalità differenti per l'attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative;</li> <li>- la mancata compensazione dei rischi associati alla componente di remunerazione delle poste figurative;</li> <li>- l'utilizzo del tasso di inflazione programmata sarebbe in contrasto con la sentenza del TAR Piemonte ove il tasso di remunerazione del capitale investito netto è stato individuato nel c.d. tasso blended, calcolato come media ponderata tra il WACC ed il TIR.</li> <li>- il venir meno dei principi di orientamento al costo ed equilibrio economico-finanziario su cui si basa il meccanismo delle poste figurative.</li> </ul>	<p><b>precisazioni</b></p>
--	--	--	---	----------------------------

### Valutazione Misura 29 del Documento

La proposta di eliminazione del punto 2 non può essere integralmente accolta in quanto determinerebbe un'assenza di disciplina del meccanismo delle poste figurative (di seguito, anche: PF).

Tuttavia, si ritiene opportuno adottare una disciplina dello strumento regolatorio delle poste figurative adatta alla natura di credito/debito regolatorio di detta sub-componente tariffaria, nonché al rispetto del principio di sostenibilità dei livelli tariffari di cui alla Misura 8.3.

Il rationale sottostante ai contenuti della Misura 29, punto 2, ed in particolare alla scomposizione delle poste figurative, con specifico riferimento a quelle a credito, è ascrivibile alla circostanza che, tecnicamente, lo strumento regolatorio delle PF consiste in una dilazione del tempo di incasso di una parte dei ricavi da pedaggio annuali (ovvero dei costi regolatori ammissibili) del singolo concessionario. Trattasi, quindi, per la parte riferibile alla remunerazione del capitale, di un credito di natura regolatoria. Pertanto, tale credito non può essere, in virtù della sua natura finanziaria, assimilabile a "nuovi investimenti" da parte del concessionario.

Se, da una parte, sugli investimenti effettuati dal singolo concessionario, secondo il metodo della *Regulatory Asset Base* (RAB), deve essere riconosciuto un tasso di congrua remunerazione del capitale investito (WACC), ossia il costo medio ponderato del denaro per eseguire un investimento, nel caso del credito di PF correlato alla remunerazione occorre, invece, assicurare la conservazione del valore monetario nel tempo di dilazione dell'incasso attraverso l'applicazione di un indice di rivalutazione monetaria, non potendosi, infatti, applicare *tout court* la remunerazione a WACC (come per il capitale investito, nonché per la parte di PF riferibile ai costi di rimborso del capitale).

In sintesi, a voci di natura giuridica differente (investimento *versus* credito di natura regolatoria) devono essere associati diritti e obblighi diversi (remunerazione *versus* rivalutazione monetaria). In altre parole, da una parte il Capitale investito (cfr. immobilizzazioni) ed il suo successivo rimborso è remunerato attraverso l'applicazione del WACC, dall'altra il credito conseguente alla dilazione nel tempo dell'incasso della parte dei ricavi da pedaggio riferibili alla remunerazione del capitale è rivalutato tramite un indice del valore della moneta nel tempo.

Tale impostazione regolatoria è volta, inoltre, a disincentivare un ricorso di carattere opportunistico allo strumento delle PF.

In linea con quanto sopra, le PF, essendo sostanzialmente, come peraltro stabilito dall'Autorità, uno strumento di linearizzazione della tariffa pro-utente, dovrebbero permettere all'utente stesso di poter accedere costantemente all'infrastruttura autostradale pagando un pedaggio a costi universalmente sostenibili ed economici, ferma restando la salvaguardia dell'equilibrio economico del gestore. Quanto sopra, trova il suo fondamento - oltretutto nell'art. 37, d.l. n. 201/2011, in cui viene prescritto, tra l'altro, il "*contenimento dei costi per gli utenti, le imprese, ed i consumatori*" - nella circostanza che l'autostrada

rientra tra i servizi di interesse economico generale (SIEG), per i quali il rispetto del “principio di universalità” costituisce uno dei fondamenti di base.

In tale ottica, risulta opportuno adottare una scomposizione del credito da PF, distinguendo tra una sub-componente tariffaria di ammortamento (e, dunque, remunerata al WACC) e una sub-componente tariffaria di remunerazione il cui incasso è dilazionato nel tempo (oggetto di rivalutazione monetaria).

Con la prima sub-componente, la misura consente al concessionario di “supportare” i flussi di cassa che devono alimentare il progetto, mentre grazie alla seconda sub-componente si perseguono quelle finalità imprescindibili, oltre che prioritarie in un contesto SIEG, di contenimento dei costi per l’utenza e universalità nel garantire un accesso equo al servizio autostradale, preservando, al tempo stesso, la rivalutazione nel tempo delle partite economiche pertinenti.

A tale riguardo, in fase attuativa, è opportuno stimolare una maggiore responsabilizzazione dell’ente concedente in relazione all’entità e alla programmazione temporale (*pattern*) degli investimenti richiesti al singolo concessionario, affinché il ricorso allo strumento delle PF sia quantitativamente il più limitato possibile, ancorché in grado di garantire la sostenibilità dei livelli tariffari per l’utenza.

Infatti, da una parte, l’entità del saldo delle PF, la quale deve essere contenuta nella misura strettamente necessaria al rispetto del principio di sostenibilità tariffaria per l’utenza di cui alla Misura 8.3, e d’altra parte un ragionevole tempo di assorbimento in tariffa del saldo medesimo, costituiscono i due meccanismi di regolazione significativi per una corretta implementazione di questa misura.

Giova ricordare che la soluzione regolatoria di cui alla Misura 29 è, invero, di carattere simmetrico rispetto al soggetto regolato, ciò in quanto - con riferimento alle poste figurative a debito, attraverso la relativa rivalutazione al tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 25 - è consentito al concessionario di attivare una linea di credito di natura regolatoria a un costo verosimilmente contenuto e, in generale, competitivo in relazione al costo ammesso sul debito, senza attivare alcuna forma di finanziamento aggiuntivo con il sistema bancario.

Ciò favorisce la rapida realizzazione degli investimenti e consente, inoltre, di accrescere la resilienza finanziaria del concessionario, con evidenti ripercussioni positive anche sul livello di *leverage*. Tale soluzione, seppur di natura finanziaria evidentemente diversa rispetto al ricorso all’*equity*, sarebbe inoltre in grado di ridurre eventuali fabbisogni di ricapitalizzazione societaria (in termini di nuovi apporti e/o il riporto degli utili a nuovo) al fine di sostenere futuri investimenti della concessione.

Il Sistema tariffario, come proposto, è basato sul concetto di EEF, sia a livello di progetto che di concessionario/azionista e, pertanto, nella nuova formulazione della Misura 29 in merito alle PF, pone specifica attenzione alla salvaguardia dell’equilibrio economico-finanziario anche in relazione all’introduzione della soluzione regolatoria della scomposizione delle PF, piuttosto che prendere in considerazione la soluzione di riconoscere un indice di rivalutazione monetaria all’intero saldo annuale di PF (cfr. Delibera CIPE 68/2018).

Da ultimo, si evidenzia che, al fine consentire una corretta compilazione del PFR di cui all’Annesso 1 al Documento, si ritiene opportuno apportare alcuni affinamenti allo stesso in funzione della illustrata diversa dinamica delle poste figurative.

## 2.17. Misura 32 del Documento – Adeguamento tariffario correlato all’attuazione degli investimenti

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
32	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene che il meccanismo di penalità previsto nella componente tariffaria di costruzione con riferimento ai ritardati investimenti non possa essere basato su meccanismi discrezionali, lasciati alla verifica del concedente. Propone che la penalità venga applicata sulla base di una sentenza emessa da un Tribunale Amministrativo.	<b>Da respingere</b>

### Valutazione Misura 32, punto 1, del Documento

La proposta di integrazione formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. non può essere accolta. In caso di contestazione tra concedente e concessionario sull'imputazione del ritardo nell'effettuazione dell'investimento, rimane sempre possibile attivare i rimedi giurisdizionali previsti dall'ordinamento.

Con riferimento al meccanismo automatico di adeguamento tariffario correlato all'effettivo grado di attuazione degli investimenti, di cui alla Misura 9, punto 4, lettera e, si ritiene opportuno eliminare il riferimento alla Misura 7.3 del Documento in quanto questa declina *"i fatti non imputabili al concessionario"*.

## 2.18. Misura 33 del Documento – Meccanismo di contenimento dei maggiori ricavi mediante *revenue sharing*

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
33		Autostrada del Brennero S.p.A.	Nell'ambito della Misura 3, ritiene che al termine di ogni periodo regolatorio le stime di traffico inserite nel PEF debbano essere soggette ad aggiornamento. Conseguentemente, nel caso di allocazione del rischio traffico per tutta la durata della concessione, propone di eliminare il riferimento al meccanismo di revenue sharing di cui alla Misura 33.	<b>Da respingere</b>

### Valutazione Misura 33 del Documento

Con riferimento alla necessità di rivedere le stime di traffico nel corso del periodo concessorio, si rimanda alle valutazioni relative alla Misura 3.

Va inoltre precisato che il meccanismo di *revenue sharing* è finalizzato a contrastare, in termini generali, la sistematica sottovalutazione dei volumi di traffico ed il conseguente sovradimensionamento delle tariffe unitarie. Tale meccanismo di salvaguardia è coerente con l'impostazione del modello incentrato sul metodo del *price cap*, basato sugli scostamenti tra le stime dei volumi di traffico e i relativi valori a consuntivo, e finalizzato a limitare la realizzazione, da parte del concessionario, di extra-ricavi derivanti dalla sottostima dei volumi di traffico.

Va evidenziato, infatti, che tale meccanismo – di fatto – restituisce agli utenti i benefici derivanti da volumi di traffico a consuntivo maggiori, oltre una certa soglia, rispetto a quanto preventivato, mentre espone il concessionario al rischio correlato a volumi a consuntivo minori rispetto alle previsioni, coerentemente con quanto previsto dalla Misura sopra richiamata e dalla normativa applicabile al contratto di concessione.

## 2.19. Misura 35 del Documento – Principi e criteri relativi all'eventuale protrarsi della gestione oltre la scadenza della concessione

### Sintesi delle osservazioni/proposte

Misura	Punto	Soggetto	Sintesi contributo	Valutazioni
35	1	Autostrada del Brennero S.p.A.	Ritiene necessario, nell'ambito del calcolo della tariffa di gestione nell'eventualità del protrarsi della gestione oltre la scadenza della concessione, l'aggiornamento annuale, anche nel corso del periodo successivo, applicando il tasso di inflazione aggiornato all'ultimo valore disponibile.	<b>Da respingere</b>

### Valutazione Misura 35, punto 1, del Documento

La proposta formulata da Autostrada del Brennero S.p.A. è da respingere, al fine di disincentivare comportamenti opportunistici e l'allungamento dei termini per il riaffidamento della concessione. Si conferma, quindi, il testo posto in consultazione.

## CONCLUSIONI

Nei termini sopra esposti è definita l'istruttoria condotta dall'Ufficio Accesso alle infrastrutture aeroportuali e alle reti autostradali, con la collaborazione dell'Ufficio Monitoraggio mercati, validazione modelli di regolazione, raccolta ed elaborazione dati e dell'Ufficio Affari legali e contenzioso dell'Autorità.

Torino, 29 novembre 2024

Il Responsabile del Procedimento

*Roberto Piazza*

*(documento firmato digitalmente ai sensi del d.lgs. 82/2005)*



Via Nizza 230 – 10126 Torino  
[www.autorita-trasporti.it](http://www.autorita-trasporti.it)



## INDICI DI CONVENIENZA ECONOMICA

### NOTE

Dato da PFR (incluse immobilizzazioni non reversibili, materiali e immateriali)

Rif PEF Modello unificato CFinanziario 1.13

Rif PEF Modello unificato CE 2.2 (al netto dei costi correlati tenuto conto della congrua remunerazione sul CIN)

Rif PEF Modello unificato CE 2.3 + 2.4 (al netto dei costi correlati)

Rif PEF Modello unificato CE da 2.30 a 2.36  
inclusi eventuali oneri finanziari da attualizzazione 2.36bis

(Qualora non ricompreso nei flussi della gestione operativa)

(Al lordo oneri finanziari e al netto delle imposte)

**Benchmark: WACC *post-tax***

[illegible]

Rif PEF Modello unificato CE 2.29

Rif PEF Modello unificato CE 2.2 (al netto dei costi correlati tenuto conto della congrua remunerazione sul CIN)

Rif PEF Modello unificato CE 2.3 + 2.4 (al netto dei costi correlati)

(A) \* aliquota fiscale regolatoria T

Dato da PFR (incluse immobilizzazioni non reversibili, materiali e immateriali)

**Benchmark: WACC *post-tax***

[illegible]

Rif PEF Modello unificato  
C.finanziamenti 4.4

Rif PEF Modello unificato  
C.Finanziario 1.23 al netto della riga relative alla variazione dei prestiti a breve termine

Rif PEF Modello unificato  
C.Finanziario 1.44

Rif PEF Modello unificato  
C.Finanziario 1.19

[illegible]

NOTE

**Allegato 1 alla relazione istruttoria  
(delibera n. 175/2024)**

**I prospetti andranno compilati riferendosi esclusivamente alle attività autostradali ed alle attività accessorie**

**INDICI DI SOSTENIBILITA' FINANZIARIA**

DEBT SERVICE COVERAGE RATIO (DSCR)	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7	Anno 8	Anno 9	Anno 10	Anno 11	Anno 12	Anno 13	Anno 14	Anno 15
(+) Flusso di liquidità della gestione operativa															
(+) Oneri finanziari															
(+) Quota capitale annua debito															
Flusso di cassa a servizio del debito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Servizio del debito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DSCR Annuo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DSCR Medio	0,00														
DSCR Minimo	0,00														

LOAN LIFE COVERAGE RATIO (LLCR)	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7	Anno 8	Anno 9	Anno 10	Anno 11	Anno 12	Anno 13	Anno 14	Anno 15
(+) Flusso di liquidità della gestione operativa															
Costo medio del debito della società, da PEF															
Flusso di cassa attualizzato	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Debito residuo															
LLCR Annuo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
LLCR Medio	0,00														
LLCR Minimo	0,00														

Rif PEF Modello unificato CFinanziario 1.13

Rif PEF Modello unificato CE da 2.30 a 2.36

Rif PEF Modello unificato CFinanziario 1.20 + 1.21

Solo per le annualità interessate dall'indebitamento

Rif PEF Modello unificato CFinanziario 1.13

Attenzione: attualizzare il flusso di cassa alla data del calcolo, considerando il flusso di cassa sino all'annualità di rimborso del debito

Rif PEF Modello unificato Cfinanziamenti 4.14 + 4.15

Solo per le annualità interessate dall'indebitamento