

Châtillon, 16 luglio 2025  
1683/DAG FC/mg

trasmessa PEC  
[pec@pec.autorita-trasporti.it](mailto:pec@pec.autorita-trasporti.it)

**ART**  
**Autorità di Regolazione dei Trasporti**  
via Nizza, 230  
10126 Torino

Oggetto: **Società Autostrade Valdostane SAV S.p.A.**  
**Delibera ART n. 74/2025 - Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g-bis), del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 - Osservazioni**

La scrivente Società, concessionaria dell'autostrada A5 Quincinetto – Aosta e del Raccordo autostradale A5 – S.S. 27 del Gran San Bernardo, in forza della Convenzione Unica stipulata con l'Ente Concedente in data 2 settembre 2009, approvata e resa esecutiva con Atto di Recepimento del 12 novembre 2010 e Atto Aggiuntivo sottoscritto 22 febbraio 2018 approvato con D.I n. 132 del 16 marzo 2018 e registrato alla Corte dei Conti in data 23 aprile 2018, con scadenza il 31 dicembre 2032, con la presente, nel prendere parte alla consultazione pubblica di cui sopra, procede a fornire secondo lo schema tabellare richiesto le proprie osservazioni.

Preme evidenziare che quanto prospettato nella consultazione introduce forti discontinuità rispetto al contesto regolatorio vigente, in particolare prevede la disapplicazione dei principi di orientamento al costo e dei principi di neutralità economico-finanziaria, da sempre applicati dal CIPESS (Delibera 39/2007 e s.m.i.), riconosciuti da ANAC (Linee Guida n. 9/2018) e ribaditi da codesta Autorità sia per il settore autostradale che per gli altri settori regolati. Inoltre, a nostro parere, le misure previste si pongono in contrapposizione con quanto indicato nel documento predisposto dalla stessa Autorità nel 2024 per la “Verifica di Impatto della Regolazione”.

Rileviamo significative criticità nella proposta che, se venisse confermata nel testo in consultazione, determinerebbe inevitabilmente gravi conseguenze per le nuove iniziative da avviare nel settore autostradale, che sconterebbe una forte disincentivazione ad affrontare nuovi investimenti, una accresciuta difficoltà a reperire risorse finanziarie e, in definitiva, vedrebbe drasticamente ridotte le capacità di attrarre investitori, con spiazzamento di risorse a favore di regolamentazioni e/o Paesi più attrattivi. Si tratta di effetti che, in relazione alla mole di investimenti che il sistema autostradale potrebbe sviluppare nei prossimi anni e che verrebbero certamente compromessi dai provvedimenti prospettati, comporterebbero ricadute negative sull'intero sistema economico del Paese.

In particolare, si rileva un'allocazione dei rischi a carico dei concessionari squilibrata, con particolare riferimento alla disciplina del rischio traffico che appare del tutto inadeguata per il finanziamento di nuovi progetti, a fronte di un meccanismo tariffario caratterizzato da risultati incerti e imprevedibili e destinato a produrre rendimenti inferiori a quelli di settori comparabili.

Tutto ciò si pone pertanto in direzione diametralmente contraria rispetto al ruolo che la regolazione può svolgere in termini di riduzione del rischio, a tutela – in ultima istanza – degli utenti. La costruzione di un quadro stabile e prevedibile, riducendo la percezione del rischio, consente infatti

di abbassare il costo di capitale per finanziare e realizzare gli investimenti. Aumentare l'incertezza e il rischio percepito, si traduce invece in un immediato aumento del costo del capitale per gli operatori che, nel più lungo periodo, andrebbe a detrimento degli utenti stessi.

Nell'allegato documento di analisi tecnica e proposte, redatto in conformità agli schemi richiesti da codesta Autorità, vengono descritte in maniera analitica tutte le criticità che intravediamo nella proposta in consultazione e sono altresì indicate le modifiche ritenute necessarie.

Si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

S.A.V.  
Società Autostrade Valdostane S.p.A.  
*L'Amministratore Delegato*  
*(ing. Federico Caniggia)*  
documento sottoscritto con firma digitale

Allegato: Tabella osservazioni/proposte in forma tabellare secondo lo schema proposta dall'Autorità.

**DELIBERA 74/2025: OSSERVAZIONI SUL DOCUMENTO “SISTEMA TARIFFARIO DI PEDAGGIO RELATIVO ALLE CONCESSIONI AUTOSTRADALI DI CUI ALL’ARTICOLO 37, COMMA 2, LETTERA G-BIS), DEL D.L. 201/2011”**

Misura	Punto	Citazione del testo oggetto di osservazione/proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato o integrato	Breve nota illustrativa dell’osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
3	1	<p><b>Finalità del sistema tariffario</b></p> <p>1. Il servizio erogato sulle reti autostradali a pedaggio è ricompreso nell’ambito dei SIEG, ossia servizi a rete erogati o suscettibili di essere erogati dietro corrispettivo economico su un mercato, che non sarebbero svolti senza un intervento pubblico o sarebbero svolti a condizioni differenti in termini di accessibilità fisica ed economica, continuità, non discriminazione, qualità e sicurezza, che sono previsti dalla legge o per via convenzionale e che gli enti competenti ritengono necessari per assicurare anche la soddisfazione dei bisogni di imprese, utenti e consumatori, nonché delle comunità di riferimento, così da</p>	<p><del>Finalità del sistema tariffario</del>  <b>Contesto del sistema tariffario</b></p> <p>1. Il servizio erogato sulle reti autostradali a pedaggio è ricompreso, <b>qualora espressamente soggetto ad obblighi di servizio pubblico</b>, nell’ambito dei SIEG, <b>ossia riconoscendo al gestore dei servizi a rete</b> erogati o suscettibili di essere erogati <b>dietro un congruo</b> corrispettivo economico, <b>calcolato sulla base dei costi ed inclusivo di un livello di utile ragionevole. su un mercato, che</b> Tali servizi non sarebbero svolti senza un intervento pubblico o sarebbero svolti a condizioni differenti in termini di accessibilità fisica ed economica, continuità, non discriminazione,</p>	<p>Le modifiche introdotte dalla Delibera n.74/2025 riportano significativi aspetti di discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente, di cui alle delibere ART 16/2019 e seguenti, nonché rispetto ai principi di trasparenza e certezza della regolamentazione rappresentati dalla stessa Autorità nel recente documento “Metodologia alla base dei sistemi tariffari di pedaggio relativi alle concessioni autostradali adottati dall’Autorità” (“Documento VIR”).<sup>1</sup></p> <p>Tali elementi di discontinuità prevedono in modo asimmetrico l’allocazione di maggiori rischi a carico delle concessionarie e la contestuale riduzione dei margini di redditività conseguibili, con concreti rischi di limitare l’attrattività del settore a vari livelli, ivi incluso a livello di finanziabilità e bancabilità delle varie iniziative. La portata delle modifiche, ma soprattutto i relativi effetti, sembrano andare oltre le legittime prerogative dell’Autorità in materia regolatoria.</p> <p>L’applicazione di alcune misure previste dal modello tariffario posto in consultazione, quali la metodologia di remunerazione delle c.d. poste figurative e degli investimenti che sono rimborsati al concessionario attraverso la previsione di un valore di subentro,</p>

<sup>1</sup> Documento VIR, p. 31: “Il sistema tariffario delineato dall’Autorità è stato concepito al fine di definire un contesto regolatorio adeguato e stabile, oltre che per gli utenti finali, anche per i concessionari autostradali e per i soggetti finanziatori”.

	<p>garantire l'omogeneità dello sviluppo e la coesione sociale. Le connesse infrastrutture, per la sussistenza di condizioni di monopolio naturale, si configurano come <i>essential facilities</i>, assoggettate a regime concessorio e poste a disposizione dei richiedenti contro un corrispettivo.</p>	<p>qualità e sicurezza, che sono previsti dalla legge o per via convenzionale <del>e che gli enti competenti ritengono necessari per assicurare anche la soddisfazione dei bisogni di imprese, utenti e consumatori, nonché delle comunità di riferimento, così da garantire l'omogeneità dello sviluppo e la coesione sociale.</del> Le connesse infrastrutture, per la sussistenza di condizioni di monopolio naturale, si configurano come <i>essential facilities</i>, assoggettate a regime concessorio e poste a disposizione dei richiedenti contro un corrispettivo.</p>	<p>implicano senza dubbio la riduzione <i>ex ante</i> dei livelli di redditività riconosciuti alle concessionarie autostradali, in discontinuità rispetto ai <i>benchmark</i> di mercato di riferimento, nonché la disapplicazione dei principi di orientamento ai costi e neutralità economico finanziaria tipici dei settori regolati da ART.</p> <p>L'intervento dell'Autorità risulta ancor meno giustificabile se si considera che le nuove misure poste in consultazione intervengono a brevissima distanza dall'ultimo aggiornamento regolatorio. Il modello attualmente vigente per il settore autostradale – definito nel 2019 in esito ad ampia ed esauriente consultazione e istruttoria – è stato confermato nel 2024 con istruzioni operative specifiche (Delibera 15/2024), emanate in esito alla valutazione di impatto condotta con la Delibera 181/2023i. Si tratta quindi di un quadro regolatorio recente, consolidato e operativo, sul quale è difficile comprendere e giustificare un intervento così radicale.</p> <p>Le modifiche introdotte dalla Delibera 75 risultano prive di motivazioni concrete e adeguate a giustificare un intervento tanto profondo su un sistema adottato di recente. Tali interventi sollevano anche profili di incompatibilità con l'ordinamento europeo, in quanto contrastano con principi consolidati, come interpretati e applicati dalla Commissione e dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. In particolare, certezza, prevedibilità e stabilità regolatoria costituiscono precondizioni essenziali per l'attività d'impresa e per l'accesso al mercato dei capitali – fattore cruciale per un settore ad alta intensità di capitale come quello delle infrastrutture. Un contesto regolatorio instabile accresce la percezione del rischio, peggiorando a livello sub-investment grade il rating delle imprese e determinando certamente un significativo aumento del costo del capitale, costo del capitale che invece ART mirerebbe artificialmente ad abbassare con la Delibera 75/2025.</p>
--	--	--	---

				<p>La Delibera 75/2025 di fatto determina un’alterazione ingiustificata dell’attuale quadro regolatorio, generando instabilità e contribuendo a un ulteriore deterioramento del rating del settore e al conseguente aumento del costo del capitale. Si tratta di un fenomeno già parzialmente riscontrato a seguito della riforma ART del 2019, ma che oggi rischia di aggravarsi sensibilmente. Gli analisti finanziari hanno infatti già evidenziato:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• un peggioramento assoluto del rating del comparto, che rischia di collocarsi nella fascia sub-investment grade;</li> <li>• un posizionamento sensibilmente inferiore rispetto ai corrispettivi operatori attivi in altri Stati membri, come la Francia.</li> </ul> <p>È evidente che, da un punto di vista strettamente economico, l’incertezza regolatoria disincentiva l’investimento (in capitale di rischio e di debito), aumentando il costo del capitale che, a sua volta, si riflette sui livelli tariffari.</p> <p>Si evidenzia, infine, che – con riferimento alla definizione del sistema autostradale quale Servizio di Interesse Economico Generale (SIEG) proposta dall’Autorità – qualsiasi intervento che introduca una riduzione tariffaria non giustificata da esigenze tecnico-regolatorie, come sembrano configurarsi alcune delle misure poste in consultazione, si configura come un onere improprio, più precisamente come un “OSP tariffario”. Si tratta, secondo la definizione consolidata in ambito UE, di un obbligo imposto per finalità esclusivamente politico-sociali, che risulta gravoso per l’impresa e che non verrebbe assunto in condizioni di mercato da un operatore orientato al proprio interesse commerciale.</p> <p>In base alla normativa europea vigente:</p>
--	--	--	--	---

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• un OSP tariffario presuppone l'adozione di un atto formale da parte dell'autorità dello Stato membro, che individui esplicitamente le ragioni di interesse generale, ne definisca oggetto e portata e rispetti specifiche garanzie procedurali;</li> <li>• tale imposizione deve essere accompagnata dal riconoscimento di un'adeguata compensazione economica, volta a garantire l'equilibrio economico-finanziario dell'operatore onerato, ai sensi degli articoli 106(2) e 107 del TFUE.<sup>2</sup></li> </ul> <p>Rileva a tal proposito evidenziare che questo stesso principio – ovvero la necessità di una compensazione adeguata a fronte di vincoli tariffari imposti – è riconosciuto in modo trasversale in altri settori regolati. Ad esempio, nel settore dell'energia, l'art. 13 del Regolamento (UE) 2022/1854 (relativo agli interventi per contenere i prezzi elevati) stabilisce che gli effetti pregiudizievoli di simili obblighi debbano essere “equamente compensati”.<sup>3</sup> Analoghi principi sono stati applicati storicamente nel settore del trasporto terrestre, sin dal Regolamento n. 1191/69.</p>
<b>3</b>	<b>2</b>	<b>Finalità del sistema tariffario</b>  2. Nel quadro di una regolazione orientata alla promozione di condizioni di effettiva concorrenzialità tra gli operatori del settore, alla garanzia della contendibilità delle concessioni	<b>Finalità del sistema tariffario</b>  2. Nel quadro di una regolazione orientata <b>alla definizione di una serie di misure e di incentivi volti alla determinazione del corretto contesto competitivo all'interno del settore</b> <del>promozione di condizioni di effettiva</del>	<p>Le nuove finalità del sistema tariffario declinate nell'ambito della delibera n. 74/2025 risultano complesse e in discontinuità (per molti aspetti) rispetto a quanto individuato dai modelli vigenti, introducendo approcci metodologici non sempre condivisibili.</p> <p>A tal proposito, si evidenzia che nel presente documento di risposte, le proposte di modifica declinate all'interno della tabella sono volte in particolare a richiamare i concetti fondamentali del quadro</p>

<sup>2</sup> Si richiamano, a titolo esemplificativo, i casi SA.49335 e SA.49336 (decisione del 27 aprile 2018), in cui la Commissione ha autorizzato specifiche compensazioni volte a neutralizzare gli effetti economici degli OSP tariffari imposti dalle autorità italiane.

<sup>3</sup> Tale impostazione è stata confermata anche nella recente ordinanza n. 5986/2022 del Consiglio di Stato, che richiama il considerando 49 del medesimo Regolamento.

	<p>autostradali per i mercati di riferimento, alla tutela della sostenibilità economica e finanziaria dello strumento concessorio, al potenziamento degli strumenti preventivi e successivi di incentivazione e verifica degli adempimenti e alla tutela di livelli adeguati di servizio e di investimento a favore degli utenti, il Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali persegue la finalità di assicurare, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, l'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario. Ciò attraverso:</p> <p>a) una componente tariffaria di gestione, correlata all'attività di gestione e manutenzione ordinaria dell'infrastruttura autostradale, di cui all'articolo 6, comma 1, lettera a),</p>	<p><del>concorrenzialità tra gli operatori del settore;</del> alla garanzia della contendibilità delle concessioni autostradali per i mercati di riferimento, alla tutela della sostenibilità economica e finanziaria dello strumento concessorio, al potenziamento degli strumenti <del>preventivi e successivi</del> di incentivazione e verifica degli adempimenti e alla tutela di livelli adeguati di servizio e di investimento a favore degli utenti, il Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali persegue la finalità di assicurare, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, l'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario, <b>e garantendo il riconoscimento su base ex ante di una redditività sul capitale investito pari al tasso di</b></p>	<p>regolatorio vigente che appaiono inderogabili al fine di garantire la necessaria stabilità del settore e bancabilità degli investimenti.</p> <p>Con riferimento alle finalità del modello tariffario, si richiede quindi di reintrodurre quanto previsto dai modelli tariffari vigenti, ossia che l'equilibrio economico-finanziario della concessione sia volto al riconoscimento di una redditività sul capitale investito pari al tasso di remunerazione <i>pre-tax</i> per le diverse tipologie di <i>asset</i>. Nel dettaglio, si rileva che, mentre i modelli tariffari vigenti (declinati nelle delibere ART n.16/2019 e seguenti) prevedono di garantire “una redditività del capitale investito pari al tasso di remunerazione <i>pre-tax</i>”, come declinato nel <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (“WACC”) e , nel caso delle concessioni esistenti, nel Tasso Interno di Rendimento (“TIR”) del sistema previgente,<sup>4</sup> il modello tariffario posto in consultazione rende astratto e declina in termini troppo generali il criterio di redditività: (1) eliminando il riferimento al tasso di remunerazione <i>pre-tax</i>, e (2) limitandosi ad indicare che il modello tariffario debba consentire “il recupero dei costi correlati agli investimenti effettivamente realizzati”, inclusa “una congrua redditività del capitale”.<sup>5</sup></p> <p>Tale generalizzazione non appare adeguatamente giustificata e potenzialmente in contrasto con la corretta applicazione dei principi di orientamento ai costi, riflessi (i) nei modelli tariffari vigenti; e (ii) nei modelli previgenti di stampo CIPE (ex delibera CIPE 39/2007, 27/2013, e 68/2017).<sup>6</sup></p>
--	--	---	--

<sup>4</sup> Si veda la Misura 4 delle delibere pubblicate per il settore nel corso del 2019 (da 64/2019 a 79/2019).

<sup>5</sup> Delibera ART 74/2025, si veda la Misura 3, punto 2.

<sup>6</sup> Si vedano in particolare le seguenti Delibere CIPE: (i) Delibera numero 39, del 15 giugno 2007 (“Direttiva in materia di regolazione economica del settore autostradale”); (ii) Delibera numero 27 del 21 marzo 2013 (“Criteri per l’aggiornamento del piano economico-finanziario di cui alla delibera 15 giugno 2007, n. 39”) e (iii) Delibera numero 68,

	<p>della l. 193/2024, la cui dinamica è basata sull'applicazione della metodologia del price cap e coerente con il conseguimento di un obiettivo di recupero di produttività, che permetta al concessionario di ottenere, nel rispetto del principio di correlazione ai costi come riconosciuti dal concedente sulla base dei principi e criteri definiti dall'Autorità, il recupero dei costi operativi e dei costi di investimento effettuati su asset non reversibili, ove pertinenti ed efficienti; b) una componente tariffaria di costruzione, correlata all'attività di progettazione ed esecuzione dei lavori e delle opere di manutenzione straordinaria individuati dalla convenzione di concessione, di cui all'articolo 6, comma 1, lettera b), della l. 193/2024, la cui dinamica permetta al concessionario, con riferimento alla durata del periodo concessorio, di ottenere, nel rispetto del principio di correlazione ai costi come riconosciuti dal concedente sulla base dei principi e criteri definiti</p>	<p><b>remunerazione pre-tax, definito dai modelli tariffari.</b> Ciò attraverso:</p> <p>a) una componente tariffaria di gestione, correlata all'attività di gestione e manutenzione ordinaria dell'infrastruttura autostradale, di cui all'articolo 6, comma 1, lettera a), della l. 193/2024, la cui dinamica è basata sull'applicazione della metodologia del price cap e coerente con il conseguimento di un obiettivo di recupero di produttività, che permetta al concessionario di ottenere, nel rispetto del principio di correlazione ai costi come riconosciuti dal concedente sulla base dei principi e criteri definiti dall'Autorità, il recupero dei costi operativi e dei costi di investimento effettuati su asset non reversibili, <b>inclusa la relativa remunerazione del capitale, ove pertinenti ed efficienti</b>; b) una componente tariffaria di costruzione, correlata all'attività di progettazione ed esecuzione dei lavori e delle opere di manutenzione straordinaria individuati dalla convenzione di concessione, di cui all'articolo 6, comma 1, lettera b),</p>	<p>Inoltre, rispetto alle differenti componenti tariffarie, descritte alla misura 3 del modello posto in consultazione, si richiede di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tariffa di gestione: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Elidere il passaggio relativo ai costi "pertinenti ed efficienti", in quanto una ripetizione rispetto a definizioni precedenti che indicano che la tariffa di gestione persegue "il conseguimento di un obiettivo di recupero di produttività" sui costi "riconosciuti dal concedente".</li> <li>○ Reintrodurre il concetto per cui sugli asset non reversibili al termine della concessione, il concessionario ha diritto al riconoscimento di una remunerazione sul capitale.</li> </ul> </li> <li>• Tariffa di costruzione: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Reintrodurre il riferimento ai modelli tariffari vigenti, per cui il sistema tariffario persegue la finalità di garantire "una redditività del capitale investito pari al tasso di remunerazione pre-tax", come declinato nel Weighted Average Cost of Capital ("WACC").</li> </ul> </li> <li>• Ulteriore componente tariffaria (o tariffa per oneri integrativi): <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Prevedere la possibilità di utilizzare la stessa componente anche per il riequilibrio della concessione, qualora ne sussistano i presupposti</li> </ul> </li> </ul>
--	--	---	--

del 7 agosto 2017 ("Aggiornamento della regolazione economica delle società concessionarie autostradali di cui alle delibere 15 giugno 2007, n. 39 e 21 marzo 2013, n. 27").



	<p>dall’Autorità, il recupero dei costi correlati agli investimenti effettivamente realizzati e una congrua redditività del capitale, con riferimento agli investimenti effettuati sugli asset reversibili;</p> <p>c) una ulteriore componente tariffaria, la cui dinamica permetta al concessionario di tenere conto di eventuali oneri integrativi conseguenti ad obblighi di natura normativa o convenzionale, come definiti dalla Misura 2. Resta fermo che le partite economiche incluse in tale componente tariffaria non possono costituire uno strumento di recupero di eventuali situazioni di disequilibrio della concessione, per le quali si applicano gli istituti previsti dall’ordinamento.</p> <p>3. La corretta applicazione del Sistema tariffario è annualmente riscontrata dall’Autorità nell’esercizio delle proprie funzioni, in conformità a quanto stabilito dall’articolo 37, comma 2, lettera c), del d.l. 201/2011. In particolare, a seguito della trasmissione del PEF e del PFR da parte del concedente, l’Autorità verifica le seguenti condizioni:</p>	<p>della l. 193/2024, la cui dinamica permetta al concessionario, con riferimento alla durata del periodo concessorio, di ottenere, nel rispetto del principio di correlazione ai costi come riconosciuti dal concedente sulla base dei principi e criteri definiti dall’Autorità, il recupero dei costi correlati agli investimenti effettivamente realizzati <b>consentendo il riconoscimento di una redditività sul capitale investito pari al tasso di remunerazione pre-tax, per le rispettive tipologie di asset, definito dalle misure [x] e [x] del modello tariffario e una congrua redditività del capitale, con riferimento agli investimenti effettuati sugli asset reversibili;</b></p> <p>c) una ulteriore componente tariffaria, la cui dinamica permetta al concessionario di tenere conto di eventuali oneri integrativi conseguenti ad obblighi di natura normativa o convenzionale, come definiti dalla Misura 2. Resta fermo che le partite economiche incluse in tale componente tariffaria non possono <b>generalmente</b> costituire uno strumento di recupero di eventuali</p>	<p>valutati dal Concedente, fatta salva la verifica che tale declinazione non determini, o non possa determinare, profili di sovra-compensazione per il concessionario.</p>
--	--	--	---

		[...] b) l'uguaglianza del valore attualizzato dei ricavi da pedaggio attesi, correlati alla componente tariffaria di costruzione prima dell'applicazione di eventuali poste figurative, e dei costi ammissibili attesi afferenti agli investimenti effettuati sugli asset reversibili, ottenuto scontando i relativi importi ai tassi di remunerazione rispettivamente previsti nel presente atto; [...].	situazioni di disequilibrio della concessione, per le quali <b>nella generalità dei casi dovrebbe essere possibile <del>si</del> applicare</b> gli istituti previsti dall'ordinamento. <b>Rimane tuttavia valida l'opzione di utilizzare tale componente tariffaria anche nel caso di riequilibrio della concessione, qualora sussistano dei validi profili di utilizzo della stessa valutati dal Concedente, garantendo in ogni caso l'assenza di sovra-compensazione.</b>	
<b>11</b>	<b>1</b>	<p><b>Trattamento del rischio traffico</b></p> <p>[...]</p> <p>4. Nell'ambito del rischio operativo, il rischio di domanda è assunto dal concessionario sulla base della stima dei volumi di traffico risultante dall'esito della procedura di affidamento. Le previsioni di traffico non sono oggetto di aggiornamento nel corso della concessione, ad eccezione dei casi in cui la durata della medesima ecceda i 15 anni. In tale ipotesi, il concessionario può proporre una revisione delle stime di traffico a partire dalla conclusione del terzo periodo regolatorio, nei limiti</p>	<p><b>Trattamento del rischio traffico</b></p> <p>[...]</p> <p>4. Nell'ambito del rischio operativo, il rischio di domanda è assunto dal concessionario <b>nell'arco del periodo regolatorio quinquennale</b> sulla base della stima dei volumi di traffico <b>elaborata ogni 5 anni in sede di aggiornamento del PEF e del PFR, risultante dall'esito della procedura di affidamento.</b> Le previsioni di traffico <b>non</b> sono oggetto di aggiornamento in occasione di ogni aggiornamento del PEF/PFR, sulla base di una metodologia analitica caratterizzata da trasparenza e riproducibilità. <del>ad</del></p>	<p>Si rilevano alcuni aspetti critici delle misure poste in consultazione per il rischio traffico:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La delibera definisce alla misura 11.1 il rischio traffico in capo al concessionario per un periodo di 15 anni sulla base delle previsioni di gara.</li> <li>La delibera stessa indica, nell'ambito delle definizioni del modello regolatorio (Misura 2.8), una durata del periodo regolatorio di cinque anni, al termine del quale vengono aggiornati i parametri del <i>price cap</i>, inclusi i volumi di traffico.</li> </ul> <p>Al fine di chiarire tale aspetto e di prevedere una metodologia di aggiornamento delle previsioni di traffico al termine del periodo regolatorio ragionevole, si propone di:</p>

	<p>del <math>\pm 10\%</math> rispetto alle previsioni assunte in fase di gara, previa valutazione e approvazione da parte dell'Autorità.</p> <p>5. Il concessionario si obbliga a far gravare gli effetti economici correlati al rischio di domanda esclusivamente sulla gestione economica della pertinente tratta autostradale.</p> <p>6. Fatto salvo l'art. 192 del Codice, a fronte dell'eventuale riduzione degli effettivi volumi di traffico rispetto ai valori stimati derivanti dall'applicazione delle metodologie descritte nel presente provvedimento, riportati nell'apposito prospetto del PEF, il concessionario non ha diritto a richiedere la revisione del piano stesso.</p>	<p><del>eccezione dei casi in cui la durata della medesima ecceda i 15 anni. In tale ipotesi,</del> Il concessionario può proporre una revisione delle stime di traffico <del>a partire dalla conclusione del terzo periodo regolatorio,</del> nell'ambito di limiti <del>ragionevoli e adeguatamente documentati da valutare di volta in volta con il Concedente. del <math>\pm 10\%</math> rispetto alle previsioni assunte in fase di gara, previa valutazione e approvazione da parte dell'Autorità [...]</del></p> <p><del>5. Il concessionario si obbliga a far gravare gli effetti economici correlati al rischio di domanda esclusivamente sulla gestione economica della pertinente tratta autostradale.</del></p> <p><del>6. Fatto salvo l'art. 192 del Codice, a fronte dell'eventuale riduzione degli effettivi volumi di traffico rispetto ai valori stimati derivanti dall'applicazione delle metodologie descritte nel presente provvedimento, riportati nell'apposito prospetto del PEF, il concessionario non ha diritto a richiedere la revisione del piano stesso.</del></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reintrodurre il concetto di aggiornamento dei volumi di traffico ad ogni quinquennio regolatorio, eliminando il riferimento ai 15 anni e alle previsioni di gara;</li> <li>Eliminare i limiti di aggiornamento delle previsioni di traffico (<math>\pm 10\%</math>) che risultano fortemente arbitrari.</li> </ul> <p>L'impostazione proposta risulta inoltre particolarmente penalizzante per le infrastrutture <i>greenfield</i>, dove la previsione dei volumi di traffico è intrinsecamente più incerta rispetto alle opere consolidate. L'obbligo di mantenere inalterate le stime per 15 anni – a fronte di condizioni macroeconomiche, evoluzioni tecnologiche, e dinamiche territoriali potenzialmente molto variabili – comporta un'allocatione del rischio traffico fortemente sbilanciata a carico del concessionario. Tale asimmetria è ulteriormente aggravata dal meccanismo di <i>revenue sharing</i>, che impone la restituzione dei maggiori ricavi ma non prevede tutele in caso di scostamenti negativi. Ne derivano effetti negativi sulla bancabilità degli investimenti e sull'attrattività per i capitali privati. In ultima analisi, ciò si traduce in un ostacolo alla realizzazione stessa delle infrastrutture, con ricadute negative per l'interesse pubblico.</p> <p>Si richiede infine di confermare con una clausola esplicita quanto già previsto dalla disciplina ART relativamente alla revisione delle previsioni di traffico in presenza di revisione del PEF per eventi di forza maggiore. Tale previsione sembra di fatto già confermata dalle risposte date dall'Autorità in data 8 luglio al documento di quesiti inviati da AISCAT.</p>
--	--	---	---

11	2	<p><b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni</b></p> <p>1. All'esito dell'affidamento della concessione, nonché nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF di cui alla Misura 7, l'Autorità, previa trasmissione da parte dell'ente concedente, verifica che il PEF elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio e in conformità al presente atto di regolazione, assicuri, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario. [...]</p> <p>2. La verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessionaria avviene attraverso la valutazione periodica dei seguenti</p>	<p><b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni</b></p> <p>1. All'esito dell'affidamento della concessione, nonché nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF di cui alla Misura 7, l'Autorità, previa trasmissione da parte dell'ente concedente, verifica che il PEF elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio e in conformità al presente atto di regolazione, assicuri, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario. [...]</p> <p>2. La verifica dell'equilibrio economico-finanziario avviene attraverso la valutazione dei seguenti indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria, da riferirsi</p>	<p>Le misure regolatorie proposte evidenziano una serie di problematiche con riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le modalità di implementazione degli indici, con riferimento a: (i) le formule di calcolo degli indici proposte all'interno degli schemi temporaneamente messi a disposizione con la Delibera ART n.74/2025; e (ii) i benchmark di riferimento.</li> <li>L'arbitrarietà dei margini di tolleranza individuati per l'attivazione delle misure di riequilibrio. La Delibera non esplicita la metodologia e il razionale sottostante la definizione di tali intervalli, che sembrano oltretutto per quanto riguarda il limite superiore inferiori rispetto a benchmark di riferimento individuati da altri regolatori all'estero e dalla stessa ART nella delibera n.177/2024 relativa ai servizi di trasporto pubblico locale. In tale delibera, infatti, il range individuato dall'Autorità rispetto ai valori <i>benchmark</i> di mercato è tendenzialmente più ampio, individuato tra il 50% e l'80% del tasso di riferimento. A titolo di esempio quindi, per un tasso di rendimento del progetto pari all'8%, il range individuabile in applicazione del principio della delibera ART n.177/2024 sarebbe compreso tra 160 e 400 punti base, ossia fino al riconoscimento di un rendimento del 12%.</li> <li>La scarsa rilevanza di alcuni degli indicatori individuati. In particolare, con riferimento al ROIC ed al TIR dell'<i>Equity</i>.</li> </ul> <p>Le modifiche proposte al documento di consultazione sono quindi volte a definire un approccio metodologico corretto per il calcolo degli indici di equilibrio economico-finanziario. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Si evidenzia che la delibera finale e i relativi schemi di calcolo ad essa connessi dovranno definire in maniera</li> </ul>
----	---	--	---	---

	<p>indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria, da riferirsi esclusivamente alle attività autostradali ed alle attività accessorie di cui alla Misura 10:</p> <p>a) <i>Tasso interno di rendimento di progetto</i> (TIR di progetto) (TIR di Progetto): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento assicurato dai flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations), così come individuati nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende e al costo medio ponderato del capitale (WACC post tax). Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media, ponderata per il CIN, del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio;</p>	<p>esclusivamente alle attività autostradali ed alle attività accessorie di cui alla Misura 10:</p> <p>a) <i>Tasso interno di rendimento di progetto</i> (TIR di progetto) (TIR di Progetto): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento assicurato dai flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations), , così come individuati nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende e al costo medio ponderato del capitale (<del>post-tax</del> pre-tax). Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media, ponderata per il CIN, del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio;</p> <p>b) <i>Return on Invested Capital</i> (ROIC) medio: indica il valore medio del rapporto, calcolato per ciascun</p>	<p>chiara il perimetro delle attività da ricomprendere nel calcolo dei flussi di cassa per la valorizzazione degli indici. A titolo di esempio, occorrerà chiarire che eventuali premialità o sconti connessi alla gestione non vengano valorizzati all'interno dei flussi di cassa considerati per il calcolo degli indici di redditività; e che il perimetro dei costi operativi e di investimento tenga conto dei costi che non sono ammessi a remunerazione tariffaria, pur facendo parte del perimetro delle attività autostradali. In particolare, evidenziamo che se nel calcolo degli indici di redditività non venissero valorizzati i costi sostenuti dalla concessionaria per servizi e investimenti non ammessi ai fini tariffari, il calcolo degli indici su un perimetro dei flussi che li escludono potrebbe risultare significativamente distorto.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Per quanto riguarda il calcolo del ROIC, al fine di risultare rappresentativo, questo deve essere calcolato in considerazione dell'evoluzione del saldo delle poste figurative in ciascun anno di piano.</li> </ul> <p>La verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario è attualmente strutturata attraverso la valutazione periodica di cinque indicatori economici. Tuttavia, tra questi, solo per il TIR Equity è previsto un meccanismo di aggiustamento economico-finanziario nei confronti del concessionario.</p> <p>Ne deriva una potenziale distorsione regolatoria, per cui un operatore teoricamente “virtuoso” nelle altre quattro misure, ma con un sovra-rendimento in termini di TIR Equity, subirebbe l'applicazione di un meccanismo di recupero a favore del Concedente, senza che la propria <i>performance</i> positiva negli</p>
--	---	---	---

	<p>b) <i>Return on Invested Capital</i> (ROIC) medio: indica il valore medio del rapporto, calcolato per ciascun esercizio a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, fra il risultato operativo, al netto delle imposte figurative maturate sul medesimo reddito operativo, scaturente dalle attività autostradali ed accessorie, e la quota di capitale investito netto del concessionario afferente alle medesime attività. Tale valore medio per l'intero periodo considerato si ottiene ponderando il ROIC calcolato in ciascun anno con il relativo capitale investito netto, riferibile alla medesima annualità. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio.</p> <p>c) <i>Tasso interno di rendimento dell'Equity</i> (TIR Equity): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE - Free Cash Flow to Equity pre dividend policy) così come individuato nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla</p>	<p>esercizio a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, fra il risultato operativo, al netto delle imposte figurative maturate sul medesimo reddito operativo, scaturente dalle attività autostradali ed accessorie, e la quota di capitale investito netto del concessionario afferente alle medesime attività, <b>inclusivo del saldo di poste figurative maturato a tale data</b>. Tale valore medio per l'intero periodo considerato si ottiene ponderando il ROIC calcolato in ciascun anno con il relativo capitale investito netto, <b>inclusivo del saldo di poste figurative</b>, riferibile alla medesima annualità. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio.</p> <p>c) <i>Tasso interno di rendimento dell'Equity</i> (TIR Equity): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE - Free Cash Flow to Equity pre dividend policy) così come individuato nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla</p>	<p>altri indicatori venga tenuta in alcun conto o compensata in alcun modo.</p> <p>Infine, con riferimento al TIR <i>Equity</i>, si rilevano numerose criticità e si ritengono necessarie modifiche di testo volte a correggere eventuali errori di misurazione dell'indicatore stesso, nonché del <i>benchmark</i> di riferimento:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ La metodologia di calcolo del TIR <i>Equity</i> sulla base delle tabelle di PEF, senza tenere conto delle opportune normalizzazioni, comporta il rischio elevato di ottenere un tasso di rendimento dei flussi per l'azionista non in linea con l'effettivo rendimento consuntivabile. Si ritiene quindi necessario: (i) (depurare il capitale proprio delle eventuali attività non pertinenti, altrimenti non direttamente catturate nei relativi flussi. Il valore iniziale dell'<i>equity</i> può infatti risultare influenzato da numerosi fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della concessione. A titolo di esempio, il valore dell'<i>equity</i> potrebbe risultare influenzato dalla presenza di eventuali rami di azienda non direttamente attribuibili ai flussi della concessione.</li> <li>○ La modifica proposta è volta ad introdurre gli opportuni criteri di "normalizzazione" del valore dell'<i>equity</i> (ed eventualmente dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, se rilevante) al fine di addivenire ad una misura dell'indicatore coerente, e rappresentativa dell'effettivo livello di redditività consuntivabile dall'azionista.</li> </ul>
--	--	---	---

	<p>scadenza della concessione, tenendo in considerazione il capitale proprio (Equity) permanentemente impiegato nell'iniziativa oggetto di concessione, inteso quale somma delle voci delle voci di Patrimonio netto corrispondenti a Capitale sociale, Riserva legale, Utili (perdite) portati a nuovo e Utili (perdite) dell'esercizio, con esclusione della quota parte di utile di esercizio deliberata ai fini della distribuzione ai soci a titolo di dividendo. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR Equity tende al rendimento ammesso dall'Autorità sul capitale proprio (<b>Re</b> post tax di cui alla Misura 24), calcolato come media, ponderata per il patrimonio netto in ciascun periodo regolatorio, del <b>Re</b> post tax a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio.</p> <p>d) <i>Debt service cover ratio</i> (DSCR) [...]</p> <p>e) <i>Loan life cover ratio</i> (LLCR) [...]</p>	<p>scadenza della concessione, tenendo in considerazione <b>le opportune normalizzazioni dei flussi di cassa in caso di vincoli oggettivi alla distribuzione definiti dal quadro finanziario e regolatorio</b>, e il capitale proprio (Equity) permanentemente impiegato nell'iniziativa oggetto di concessione, inteso quale somma delle voci delle voci di Patrimonio netto corrispondenti a Capitale sociale, Riserva legale, <b>Altre Riserve</b>, Utili (perdite) portati a nuovo e Utili (perdite) dell'esercizio, con esclusione della quota parte di utile di esercizio deliberata ai fini della distribuzione ai soci a titolo di dividendo. <b>Il capitale proprio tiene anch'esso conto delle opportune normalizzazioni relative al perimetro delle attività gestite dalla concessionaria</b>. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR Equity tende al rendimento <b>medio ponderato</b> ammesso dall'Autorità sul capitale proprio (<del>Re post tax di cui alla Misura 16</del>), calcolato come media, ponderata per il patrimonio netto a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Con riferimento alla metodologia di calcolo dei flussi, basati sui flussi di cassa disponibili per l'azionista, si segnala che tale approccio non è metodologicamente corretto secondo la prassi degli analisti finanziari e rischia di risultare una misura fortemente distorta dell'effettiva redditività. Si ritengono necessarie pertanto le opportune normalizzazioni.</li> </ul>
--	---	--	---



		<p>4. Ai fini della verifica di cui al punto 1, per ciascuno dei seguenti indicatori sono individuati i seguenti margini di tolleranza, da assumere al netto degli effetti della Misura 31:</p> <p>a) TIR di progetto: da -70 a +120 punti base rispetto al WACC medio;</p> <p>b) TIR Equity: da -70 a +120 punti base rispetto al Re medio;</p> <p>c) DSCR: -0,1;</p> <p>d) LLCR: -0,3;</p>	<p>concessione. Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio.</p> <p>d) <i>Debt service cover ratio</i> (DSCR) [...]</p> <p>e) <i>Loan life cover ratio</i> (LLCR) [...]</p> <p>4. Ai fini della verifica di cui al punto 6, per ciascuno dei seguenti indicatori sono individuati i seguenti margini di tolleranza, da assumere al netto degli effetti della Misura 31:</p> <p>a) TIR di progetto: da -70 a +120 punti base rispetto al WACC medio;</p> <p>b) TIR Equity: da -70 a +120 punti base rispetto al Re medio;</p> <p>c) DSCR: -0,1;</p> <p>d) LLCR: -0,3;</p>	
11	3	<p><b>Meccanismo di recupero in relazione rendimento ammesso sul capitale proprio</b></p> <p>1. All'esito dell'affidamento della concessione, nonché nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF di cui alla Misura 7, l'Autorità verifica la</p>	<p><del>Meccanismo di recupero in relazione rendimento ammesso sul capitale proprio</del></p> <p><del>1. All'esito dell'affidamento della concessione, nonché nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF di cui alla Misura 7, l'Autorità verifica la</del></p>	<p>La delibera introduce un elemento di novità sostanziale rispetto ai modelli tariffari vigenti e prevede che l'Autorità, in sede di aggiornamento/revisione dei PEF, verifichi l'equilibrio economico-finanziario della concessione sulla base di una serie di indicatori economico-finanziari ulteriori rispetto al WACC. L'aspetto più rilevante della misura è che la verifica dell'equilibrio, e quindi della presenza di un'eventuale sovra o sotto-compensazione, viene effettuata dall'Autorità verificando che il tasso di rendimento interno calcolato sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti (o "TIR Equity") non superi in eccesso o in difetto, rispettivamente di 120 e</p>



	<p>sussistenza, dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, di un eventuale sovra/sotto-rendimento rispetto al rendimento ammesso dall'Autorità sul capitale proprio (Re medio di cui alla misura 11.2), ovvero la possibilità che si verifichi una delle seguenti ipotesi:</p> <p>a) Sovra-rendimento: <math>TIR\ Equity &gt; Re\ post-tax\ medio + (120\ punti\ base)</math></p> <p>b) Sotto-rendimento: <math>TIR\ Equity &lt; Re\ post-tax\ medio - (70\ punti\ base)</math></p> <p>Resta fermo che il Tir Equity a consuntivo, alla scadenza della concessione, deve tendere al Re.</p> <p>2. La misurazione di detto eventuale sovra/sotto-rendimento si effettua mediante l'applicazione dell'indicatore Valore attuale netto per l'Equity (VAN Equity), calcolato a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, secondo gli schemi di calcolo inclusi fra gli strumenti di cui al Titolo 4.</p>	<p><del>sussistenza, dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, di un eventuale sovra/sotto-rendimento rispetto al rendimento ammesso dall'Autorità sul capitale proprio (Re medio di cui alla misura 11.2), ovvero la possibilità che si verifichi una delle seguenti ipotesi:</del></p> <p><del>a) Sovra-rendimento: <math>TIR\ Equity &gt; Re\ post-tax\ medio + (120\ punti\ base)</math></del></p> <p><del>b) Sotto-rendimento: <math>TIR\ Equity &lt; Re\ post-tax\ medio - (70\ punti\ base)</math></del></p> <p><del>Resta fermo che il Tir Equity a consuntivo, alla scadenza della concessione, deve tendere al Re.</del></p> <p><del>2. La misurazione di detto eventuale sovra/sotto-rendimento si effettua mediante l'applicazione dell'indicatore Valore attuale netto per l'Equity (VAN Equity), calcolato a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, secondo gli schemi di calcolo inclusi fra gli strumenti di cui al Titolo 4.</del></p>	<p>70 punti base, il costo dell'<i>equity</i> di riferimento, previsto nel WACC. In caso di sovra-rendimento, il concessionario deve accantonare su base annuale, a partire dalla prima annualità utile, una "quota parte dell'eventuale ammontare di sovra-rendimento [...] nel passivo dello stato patrimoniale [...], in un fondo vincolato e messo a disposizione del concedente" per alcune finalità predeterminate.<sup>7</sup></p> <p>Rispetto alle misure proposte si rilevano forti criticità che determinano l'inapplicabilità della misura:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Innanzitutto, si ritiene che la misura proposta costituisca una deroga sostanziale al sistema regolatorio vigente, nonché ai principi di orientamento al costo finora adottati. Con la misura proposta, l'Autorità sposta completamente il <i>focus</i> della regolazione dalla verifica della congruità della remunerazione spettante sul capitale investito (in termini di <i>asset</i>), alla verifica della congruità del rendimento per l'azionista, entrando nelle maglie delle scelte di finanziamento adottate dalle singole società con un approccio fortemente prescrittivo, anziché improntato a creare i corretti incentivi per la generazione di comportamenti virtuosi.</li> <li>Le modalità di calcolo del <i>TIR Equity</i>, come già evidenziato nelle risposte al documento di consultazione relativo alla delibera n.175/2024 per A22 non sono condivisibili. Infatti, il calcolo del <i>TIR Equity</i> sulla base dei flussi di cassa</li> </ul>
--	--	---	--

<sup>7</sup> Delibera ART n.74/2025, Misura 11, p.17. Le finalità sono le seguenti: (i) realizzazione di attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere, già presenti nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento con copertura del relativo capitale investito netto regolatorio e dei connessi costi del capitale; (ii) riduzione dell'eventuale valore di subentro; (iii) alimentazione dei fondi previsti dall'articolo 12, comma 5, della l.193/2024, relativi rispettivamente a il Fondo nazionale per gli interventi sulla rete autostradale e il Fondo per il riequilibrio economico-finanziario della concessioni; (iv) ogni altra destinazione, purché a beneficio del settore autostradale.

	<p>3. La sussistenza di un eventuale sovra-rendimento rispetto a quello ammesso dall'Autorità, determina l'obbligo per il concessionario di accantonare, su base annuale a partire dalla prima annualità utile, quota parte dell'eventuale ammontare di sovra-rendimento, di cui al punto precedente, nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio di esercizio, in un fondo vincolato e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità:</p> <p>a) realizzazione di attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere, già presenti nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento, con conseguente copertura del relativo capitale investito netto regolatorio e dei connessi costi di capitale ai fini tariffari;</p> <p>b) riduzione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione;</p> <p>c) alimentazione dei seguenti Fondi di cui all'articolo 12, comma 5, della l. 193/2024: (i) Fondo nazionale per gli investimenti sulla rete autostradale;</p>	<p><del>3. La sussistenza di un eventuale sovra-rendimento rispetto a quello ammesso dall'Autorità, determina l'obbligo per il concessionario di accantonare, su base annuale a partire dalla prima annualità utile, quota parte dell'eventuale ammontare di sovra-rendimento, di cui al punto precedente, nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio di esercizio, in un fondo vincolato e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità:</del></p> <p><del>a) realizzazione di attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere, già presenti nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento, con conseguente copertura del relativo capitale investito netto regolatorio e dei connessi costi di capitale ai fini tariffari;</del></p> <p><del>b) riduzione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione;</del></p> <p><del>c) alimentazione dei seguenti Fondi di cui all'articolo 12, comma 5, della l. 193/2024: (i) Fondo nazionale per gli investimenti sulla rete autostradale; (ii) Fondo per il riequilibrio</del></p>	<p>disponibili per l'azionista rischia di risultare una misura fortemente distorta dell'effettiva redditività consuntivabile dall'operatore, non tenendo in considerazioni le specifiche politiche di distribuzione dei dividendi, nonché eventuali vincoli imposti da <i>covenant</i> finanziari e dal contratto di concessione.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>il meccanismo di aggiustamento previsto in caso di sovra- o sotto-rendimento risulta sbilanciato a sfavore del concessionario: mentre nel caso di sovra-rendimento il meccanismo prevede un accantonamento automatico e immediato del sovra-rendimento nel passivo dello stato patrimoniale del concessionario, nel caso di sotto-rendimento è previsto il ricorso alla procedura di revisione del contratto di concessione, con tempi incerti e presumibilmente più lunghi.</li> <li>Le soglie di redditività individuate dall'Autorità per valutare eventuali profili di sovra o sotto-compensazione, e i relativi obblighi di accantonamento, sembrano di fatto arbitrari ed individuati in maniera poco trasparente. L'Autorità dovrebbe considerare la possibilità di avere un confronto operativo su questi aspetti per evitare conflitti e complicazioni procedurali post-implementazione.</li> </ul> <p>Si rileva infine che <u>non sono chiare le modalità di ripristino dell'equilibrio economico finanziario in caso di disequilibrio negativo</u>, mantenendo l'allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, in particolare con riferimento a: (i) discontinuità nei volumi di traffico; (ii) aumento dei costi operativi e di investimento.</p>
--	---	--	---

	<p>(ii) Fondo per il riequilibrio economico-finanziario delle concessioni;</p> <p>d) ogni altra destinazione ritenuta utile, purché a beneficio del settore autostradale.[...]</p> <p>5. Resta fermo che l'ammontare dell'eventuale sovra-rendimento di cui al punto 2 non può essere utilizzato al fine di compensare eventuali extra-costi correlati a variazioni in aumento del costo dei lavori per le attività di progettazione, costruzione e manutenzione dell'infrastruttura autostradale, così come individuati nella convenzione di concessione e nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento.</p> <p>6. In caso di accertamento da parte dell'Autorità di sussistenza di un eventuale sotto-rendimento sul capitale proprio rispetto a quello ammesso dall'Autorità, il concessionario e il concedente, ai sensi dell'art. 192 del Codice, possono adire alla procedura di revisione del contratto di concessione nella misura strettamente necessaria a ricondurlo</p>	<p>economico-finanziario delle concessioni;</p> <p><del>d) ogni altra destinazione ritenuta utile, purché a beneficio del settore autostradale.[...]</del></p> <p><del>5. Resta fermo che l'ammontare dell'eventuale sovra-rendimento di cui al punto 2 non può essere utilizzato al fine di compensare eventuali extra-costi correlati a variazioni in aumento del costo dei lavori per le attività di progettazione, costruzione e manutenzione dell'infrastruttura autostradale, così come individuati nella convenzione di concessione e nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento.</del></p> <p><del>6. In caso di accertamento da parte dell'Autorità di sussistenza di un eventuale sotto-rendimento sul capitale proprio rispetto a quello ammesso dall'Autorità, il concessionario e il concedente, ai sensi dell'art. 192 del Codice, possono adire alla procedura di revisione del contratto di concessione nella misura strettamente necessaria a ricondurlo ai livelli di equilibrio, nel rispetto del rischio operativo a carico del</del></p>	<p>Il meccanismo proposto comporterebbe la rilevazione di accantonamenti di presunte sovra-compensazioni che non possono essere valutate nel corso della concessione, alla luce del fatto che per sua natura il rendimento si forma con i flussi consuntivati e con quelli prospettici fino al termine della concessione e questi ultimi sulla base delle regolamentazione proposta potrebbero cambiare anche in modo materiale in ragione dell'evoluzione dei flussi di traffico, nuovi investimenti, mancato riconoscimento delle tariffe spettanti ecc.</p> <p>Il sistema regolatorio vigente attraverso la rendicontazione del saldo di poste figurative consente in modo tutto sommato semplice e trasparente di stabilire se il concessionario stia posticipando (saldo a credito di poste figurative) o anticipando (saldo a debito di poste figurative) la remunerazione del capitale investito. Per effetto della nuova misura posta in consultazione, si potrebbe verificare il caso paradossale in cui il concessionario è tenuto ad effettuare accantonamenti in bilancio per presunte sovra compensazioni pur in presenza di un saldo a credito di poste figurative da compensare nel corso della concessione.</p> <p>Infine, il combinato disposto delle misure connesse all'equilibrio economico finanziario della concessione e delle misure relative alle modalità di calcolo del <i>gearing</i> e del beta riflessi nel WACC, determinerebbe – almeno in fase di prima applicazione della delibera, per le concessionarie con <i>gearing</i> pari al 75% – una doppia penalizzazione, in quanto le concessionarie si troverebbero a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Da un lato, applicare un valore del WACC sottostimato per gli investimenti, con una conseguente sottostima dei costi ammessi;</li> </ul>
--	---	---	--

		ai livelli di equilibrio, nel rispetto del rischio operativo a carico del concessionario, così come pattuito al momento della conclusione del contratto. [...]	<del>concessionario, così come pattuito al momento della conclusione del contratto. [...]</del>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dall'altro, effettuare maggiori accantonamenti in applicazione delle misure di equilibrio economico-finanziario previste dalla delibera, a causa di un <i>benchmark</i> di riferimento (il costo dell'<i>Equity</i> riflesso nel WACC) sostanzialmente sottostimato rispetto al costo dell'<i>equity</i> implicitamente riflesso nei riferimenti di mercato.</li> </ul>
18	1	<p><b>Criteri di ammissibilità dei costi operativi</b></p> <p>1. I costi ammessi a riconoscimento tariffario sono calcolati secondo criteri di efficienza. [...]</p> <p>5. Rappresentano oneri non ammissibili ai fini regolatori, oltre che i costi riconducibili ad attività di cui alla Misura 10, lettera c), le tipologie di costo di seguito indicate, che in nessun caso potranno essere considerate nel perimetro dei costi operativi: [...]</p> <p>g) oneri processuali e costi sostenuti per il contenzioso ove il concessionario sia risultato soccombente;</p> <p>h) i costi connessi all'erogazione di liberalità, nonché i costi pubblicitari e</p>	<p><b>Criteri di ammissibilità dei costi operativi</b></p> <p>1. I costi ammessi a riconoscimento tariffario sono calcolati secondo criteri di efficienza. [...]</p> <p>5. Rappresentano oneri non ammissibili ai fini regolatori, oltre che i costi riconducibili ad attività di cui alla Misura 10, lettera c), le tipologie di costo di seguito indicate, che in nessun caso potranno essere considerate nel perimetro dei costi operativi: [...]</p> <p><del>g) oneri processuali e costi sostenuti per il contenzioso ove il concessionario sia risultato soccombente;</del></p> <p>h) i costi connessi all'erogazione di liberalità, nonché i costi pubblicitari e</p>	<p>La Misura in consultazione esclude espressamente dal perimetro dei costi ammissibili una serie di voci che risultano attualmente riconosciute come tali nei Modelli regolatori vigenti, tra cui: (i) Oneri processuali e costi sostenuti per il contenzioso ove il concessionario sia risultato soccombente; (ii) Costi connessi all'erogazione di liberalità, nonché i costi pubblicitari e di marketing che non derivino da obblighi normativi posti in capo ai concessionari; (iii) Spese di rappresentanza; (iv) Oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi; (v) Oneri per sanzioni, penali e risarcimenti.</p> <p>L'introduzione di criteri maggiormente restrittivi per la determinazione dei costi ammissibili, in assenza di un'adeguata valutazione d'impatto e di una solida motivazione economico-regolatoria, comporta il rischio di una compressione significativa della base costi riconosciuta in tariffa. Tale effetto potrebbe pregiudicare il pieno recupero dei costi effettivamente sostenuti dal concessionario nell'ambito dell'attività regolata e determinare, in via indiretta, una riduzione della redditività della concessione non correlata a un incremento dell'efficienza gestionale, bensì derivante unicamente da un restringimento arbitrario dei criteri di</p>

	<p>di marketing che non derivino da obblighi normativi posti in capo ai concessionari;</p> <p>i) le spese di rappresentanza;</p> <p>j) oneri di qualunque tipo derivanti dall'inosservanza di norme e prescrizioni;</p> <p>k) oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi.</p>	<p>di marketing che non derivino da obblighi normativi posti in capo ai concessionari;</p> <p>i) le spese di rappresentanza;</p> <p>j) oneri di qualunque tipo derivanti dall'inosservanza di norme e prescrizioni;</p> <p><del>k) oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi.</del></p>	<p>ammissibilità. Tali esiti rischiano di produrre effetti disincentivanti sugli investimenti e sulla qualità del servizio erogato.</p> <p>In particolare, non si condivide l'esclusione degli oneri connessi al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi. La misura appare incongruente alla luce dei seguenti elementi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• il quadro regolatorio vigente richiede l'implementazione di sistemi di pedaggio in modalità free flow, che notoriamente comportano, soprattutto nelle fasi iniziali, livelli elevati di mancata riscossione;</li> <li>• l'esperienza operativa mostra che, nei primi anni dall'introduzione del free flow, i tassi di irrecuperabilità dei crediti possono risultare significativamente superiori ai valori fisiologici;</li> <li>• in altri settori regolati, quali ad esempio quello energetico, l'Autorità di settore (ARERA) riconosce alle imprese gli oneri sostenuti per il recupero dei crediti non riscossi.<sup>8</sup> Principi analoghi sono previsti da sistemi regolati in altre giurisdizioni, dove il concedente si assume tutto o in parte, il rischio di evasione.</li> </ul> <p>In tale contesto, si ritiene necessario che tali costi siano riconosciuti in tariffa – eventualmente introducendo un meccanismo di controllo quantitativo – ad esempio fissando un tetto all'ammissibilità di tali oneri in percentuale dei ricavi da pedaggio, in modo da assicurare equilibrio tra tutela dell'utenza e sostenibilità operativa del concessionario.</p>
--	---	--	--

<sup>8</sup> Delibera ARERA 32/2021/R/eel, che istituisce il "Meccanismo di riconoscimento degli oneri generali di sistema non riscossi dai clienti finali e già versati alle imprese distributrici". In particolare, l'Allegato A alla Delibera 32/2021/R/eel stabilisce che gli utenti del trasporto possono richiedere il riconoscimento degli oneri legali sostenuti successivamente all'emissione delle fatture, per le attività di recupero dei crediti relativi agli oneri di sistema, fino a un importo massimo pari al 5% degli oneri non riscossi.

20	2	<p><b>Capitale investito netto</b></p> <p>1. Fatto salvo quanto specificato nella presente Misura, per la determinazione del capitale investito netto sono ammissibili ai fini tariffari, con riferimento all'intero periodo concessorio:</p> <p>a) le immobilizzazioni in esercizio [...];</p> <p>b) le immobilizzazioni in corso [...].</p> <p>2. Ai fini regolatori, fatto salvo quanto previsto dalla Misura 23, l'entrata in esercizio di un'immobilizzazione coincide con la data in cui l'asset acquisisce l'idoneità a far parte del processo produttivo afferente all'attività autostradale o accessoria, ossia con la data in cui avviene il rilascio del certificato di collaudo, ai sensi dell'articolo 116 del Codice, ovvero, in caso di presa in consegna anticipata, con la data in cui avviene il rilascio del relativo verbale di accertamento, ai sensi dell'articolo 24 dell'Allegato II.14 al Codice.</p>	<p><b>Capitale investito netto</b></p> <p>1. Fatto salvo quanto specificato nella presente Misura, per la determinazione del capitale investito netto sono ammissibili ai fini tariffari, con riferimento all'intero periodo concessorio:</p> <p>a) le immobilizzazioni in esercizio [...];</p> <p>b) le immobilizzazioni in corso [...].</p> <p>2. Ai fini regolatori, fatto salvo quanto previsto dalla Misura 23, l'entrata in esercizio di un'immobilizzazione coincide con la data in cui l'asset acquisisce l'idoneità a far parte del processo produttivo afferente all'attività autostradale o accessoria, ossia con la data in cui avviene il rilascio del certificato di collaudo, ai sensi dell'articolo 116 del Codice, ovvero, in caso di presa in consegna anticipata, con la data in cui avviene il rilascio del relativo verbale di accertamento, ai sensi dell'articolo 24 dell'Allegato II.14 al Codice.</p> <p><b>L'immobilizzazione si intende in ogni caso in esercizio trascorsi 6 mesi dalla data di ultimazione dei lavori, ai sensi</b></p>	<p>L'articolo 116 del Codice dei Contratti Pubblici prevede che <u>“Il collaudo finale o la verifica di conformità deve essere completato non oltre sei mesi dall'ultimazione dei lavori o delle prestazioni, salvi i casi, individuati dall'allegato II.14, di particolare complessità, per i quali il termine può essere elevato sino ad un anno”</u>.</p> <p>Al fine di garantire certezza applicativa e tutelare il concessionario da effetti pregiudizievoli derivanti da eventuali ritardi imputabili al soggetto concedente nell'espletamento delle suddette verifiche, si richiede all'Autorità di introdurre un chiarimento esplicito in sede regolatoria, volto a stabilire che – decorso il termine massimo previsto per il collaudo o la verifica di conformità (sei mesi, ovvero dodici nei casi di particolare complessità) – l'immobilizzazione debba essere considerata, ai fini regolatori, come entrata in esercizio.</p> <p>Tale previsione consentirebbe di evitare ingiuste penalizzazioni a carico del concessionario, preservando al contempo i principi di efficienza e di equilibrio economico-finanziario dell'affidamento.</p>
----	---	--	--	---

			di quanto previsto dall'articolo 116 del Codice.	
23	2.1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di rimborso del capitale</b></p> <p>Per la determinazione dei costi di rimborso del capitale, calcolati annualmente a partire dalla consistenza delle immobilizzazioni, valutata al netto dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione di cui punto 2, si applicano i seguenti criteri:</p> <p>a) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset reversibili, al netto del valore di subentro determinato secondo i criteri di cui al punto 2, è interamente conseguito entro la scadenza della concessione e si basa sul metodo finanziario, con quote annue regolatorie da calcolare sull'investimento complessivo realizzato e da applicare pro-quota ai singoli asset, tenuto conto che l'ammortamento è ammesso solo per gli investimenti effettivamente</p>	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di rimborso del capitale</b></p> <p>Per la determinazione dei costi di rimborso del capitale, calcolati annualmente a partire dalla consistenza delle immobilizzazioni, valutata al netto dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione di cui punto 6, si applicano i seguenti criteri:</p> <p>a) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante e al CIN post, al netto del valore di subentro determinato secondo i criteri di cui al punto 6, è interamente conseguito entro la scadenza della concessione e si basa sul metodo finanziario, con quote annue regolatorie da calcolare sull'investimento complessivo</p> <p>determinate nei singoli casi sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione <del>realizzato e da applicare</del></p>	<p>Si ritiene che i criteri di ammortamento indicati nella Delibera non risultino pienamente chiari e introducano elementi di incertezza e scarsa trasparenza, con effetti potenzialmente distorsivi rispetto al quadro regolatorio vigente. In particolare, alcuni passaggi della misura posta in consultazione appaiono suscettibili di generare discontinuità nel settore, a scapito della stabilità regolatoria, della bancabilità degli investimenti e dell'applicazione uniforme del sistema tariffario a tutti i concessionari. Nello specifico, si osserva quanto segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le modalità finora implementate di ammortamento degli asset regolatori e il meccanismo di riequilibrio quinquennale previsto dal sistema tariffario vigente consentono già un allineamento dinamico tra investimenti programmati e realizzati. Si richiede pertanto di reintrodurre la definizione prevista dai modelli tariffari vigenti in linea con le prassi applicative e con i principi contabili italiani, declinati all'interno dell'articolo 104, comma 4, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR").</li> <li>La formulazione attualmente declinata nelle misure in consultazione introduce un elemento di discrezionalità da parte dell'Autorità sulla valorizzazione degli ammortamenti che non è condivisibile e che si richiede pertanto di eliminare, in quanto l'ammortamento differenziato è stabilito in conformità con il sopra richiamato Testo Unico (o TUIR) e, così come l'ammortamento finanziario a quote</li> </ul>

		<p>iniziati, ossia in ragione dell'effettivo sostenimento della spesa prevista nel cronoprogramma degli investimenti. Le quote annue regolatorie scaturiscono dall'alternativa applicazione all'investimento complessivamente realizzato, debitamente motivata, di: (i) aliquote costanti; (ii) aliquote differenziate sulla base di criteri oggettivi che riflettano la vita economica del bene e il suo previsto utilizzo, da sottoporre alle valutazioni dell'Autorità.</p> <p>[...]</p>	<p><del>pro quota ai singoli asset, tenuto conto che l'ammortamento è ammesso solo per gli investimenti effettivamente iniziati, ossia in ragione dell'effettivo sostenimento della spesa prevista nel cronoprogramma degli investimenti.</del> Le quote annue regolatorie scaturiscono dall'alternativa applicazione all'investimento complessivamente <del>realizzato</del>, debitamente motivata, di: (i) aliquote costanti; (ii) aliquote differenziate sulla base di criteri oggettivi; <del>entrambe le metodologie di ammortamento devono prevedere alla fine della concessione l'integrale azzeramento del valore dell'investimento, al netto di eventuale valore di subentro e contributi in conto impianti ricevuti che riflettano la vita economica del bene e il suo previsto utilizzo, da sottoporre alle valutazioni dell'Autorità.</del></p> <p>[...]</p>	<p>costanti, garantisce alla fine della concessione l'integrale ammortamento del valore degli investimenti realizzati, al netto dell'eventuale subentro e dei contributi in conto capitale ricevuti.</p>
23	3	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di remunerazione del capitale</b></p>	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di remunerazione del capitale</b></p>	<p>La misura, in combinato disposto con la misura 36, punto 9, stabilisce che il tasso di remunerazione applicabile al valore di subentro, ove presente, corrisponde al WACC utilizzato nel PFR, decurtato di un fattore di riduzione pari al 20%. Tale previsione si discosta solo parzialmente dall'impostazione adottata nella delibera</p>



	<p>1. I costi di remunerazione del capitale sono determinati:</p> <p>a) per le immobilizzazioni in esercizio, nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito di cui al Titolo 3, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del tasso di remunerazione del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 36, punto [...] a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce;</p> <p>b) per le immobilizzazioni in esercizio, nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento a vite utili regolatorie ovvero di cui alla</p>	<p>1. I costi di remunerazione del capitale sono determinati:</p> <p>a) per le immobilizzazioni in esercizio, nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito di cui al Titolo 3, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del <b>WACC di cui alla Misura 36 <del>tasso di remunerazione del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 36, punto [...]</del> a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce;</b></p> <p>b) per le immobilizzazioni in esercizio, nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento a vite utili regolatorie ovvero di cui alla</p>	<p>ART n.175/2024, relativa alla concessione A22, in cui il valore di subentro veniva remunerato al costo del debito.</p> <p>La misura proposta da ART presenta numerosi profili di criticità. Come già rilevato nelle osservazioni formulate in occasione della consultazione sulla delibera ART n.175/2024, la previsione di una remunerazione del valore di subentro a un tasso inferiore rispetto a quello previsto per il Capitale Investito Netto ("CIN") comporta, infatti, un'assenza di adeguata compensazione per l'investitore dei rischi assunti di disponibilità e di costruzione dell'infrastruttura:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• In primo luogo, il valore di subentro rappresenta il risultato di investimenti industriali esposti, tra gli altri, al rischio di costruzione, in capo al concessionario. Una remunerazione inferiore rispetto a quella riconosciuta al resto degli investimenti implica una sottostima del profilo rischio/rendimento e rischia di produrre effetti distorsivi, disincentivando la realizzazione di opere caratterizzate da complessità progettuale ed elevato rischio esecutivo.</li> <li>• La misura risulta in evidente discontinuità rispetto ai criteri adottati in altri settori regolati – incluso quello aeroportuale – in cui il valore di subentro non è soggetto a penalizzazioni in termini di remunerazione. Meccanismi analoghi risultano peraltro adottati da ARERA in taluni segmenti del settore energetico.</li> </ul> <p>A ciò si aggiunga che il fattore di riduzione della remunerazione spettante al subentro pari al 20% del WACC, applicato in via generalizzata, risulta del tutto arbitrario, doppiamente discriminatorio (sia tra differenti concessionari autostradali sia tra differenti settori regolati) e privo di qualsiasi supporto</p>
--	---	--	--

	<p>Misura 23.2, punto 3, in misura pari al costo ammesso sul capitale di debito (<i>Rd</i>) di cui al Titolo 3, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in corso al 1° gennaio di ciascuna annualità, come risultante, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR. La remunerazione è ammissibile a condizione che, per ciascun intervento contenuto nel citato Programma degli Investimenti, le relative immobilizzazioni in corso si siano tradotte in stati di avanzamento lavori nel rispetto dei tempi ivi indicati per la rispettiva contabilizzazione. Resta fermo che, in caso di ritardo nell'entrata in esercizio dell'opera rispetto ai tempi al riguardo indicati nel medesimo Programma degli Investimenti, per il periodo afferente a detto ritardo l'intero ammontare della relativa</p>	<p>Misura 23.2, punto 3, in misura pari al costo ammesso sul capitale di debito (<i>Rd</i>) di cui al Titolo 3, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in corso al 1° gennaio di ciascuna annualità, come risultante, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR. . La remunerazione è ammissibile a condizione che, per ciascun intervento contenuto nel citato Programma degli Investimenti, le relative immobilizzazioni in corso si siano tradotte in stati di avanzamento lavori nel rispetto dei tempi ivi indicati per la rispettiva contabilizzazione. Resta fermo che, in caso di ritardo nell'entrata in esercizio dell'opera rispetto ai tempi al riguardo indicati nel medesimo Programma degli Investimenti, per il periodo afferente a detto ritardo l'intero ammontare della relativa immobilizzazione in corso non è ammissibile a remunerazione.</p>	<p>metodologico. La Relazione Illustrativa che accompagna la delibera non riporta alcuna analisi comparativa, simulazione quantitativa o valutazione di impatto che giustifichi l'introduzione di tale parametro, né chiarisce i criteri seguiti per la sua determinazione. La scelta appare del tutto discrezionale e suscettibile di produrre effetti discriminatori e regressivi sul piano della bancabilità delle concessioni e dell'attrattività degli investimenti.</p> <p>Si rileva, inoltre, che data la formula di calcolo del WACC e la natura dei relativi parametri che sono solo parzialmente comprimibili, la riduzione del 20% del WACC proposta da ART, determina implicitamente una compressione molto più significativa dei parametri comprimibili del WACC, ed in particolare – a parità di condizioni di finanziamento (relative al costo del debito e al <i>gearing</i>) del beta, con effetti che diventano necessariamente distorsivi e penalizzanti per il settore autostradale nel suo complesso.<sup>9</sup> Il beta di settore, infatti, – già sottostimato a causa dell'inclusione nel campione di operatori quali Snam e Terna, attivi in settori a rischio volume nullo o marginale – risulterebbe ulteriormente ridotto, fino a valori (es. beta <math>\approx</math> 0,15) non coerenti con l'effettivo profilo di rischio delle concessioni autostradali, a confronto anche con altri settori.</p> <p>A titolo esemplificativo, sulla base dei parametri della Delibera ART n.124/2024 (ultima vigente per il settore autostradale), una riduzione del WACC del 20% determina – a parità degli altri fattori – una riduzione implicita del beta <i>asset</i> di settore a valori significativamente inferiori rispetto a quelli adottati dalla stessa</p>
--	--	---	--

<sup>9</sup> In particolare, rileva evidenziare che la stessa ART ha storicamente suddiviso i parametri del WACC tra parametri endogeni ed esogeni, ossia non influenzabili direttamente dalle scelte di finanziamento e dalla matrice di rischio del settore. I parametri endogeni, relativi rispettivamente a il costo del debito, il livello di gearing, e il beta, sono anch'essi solo parzialmente comprimibili. In particolare, alla luce delle dinamiche di mercato, per quanto riguarda il *gearing* e il costo del debito, questi dipendono da elementi non del tutto influenzabili dalle concessionarie, quali l'andamento del piano investimenti e del mercato dei capitali, che ne riducono la flessibilità. In tale prospettiva, la riduzione del WACC del 20% corrisponde implicitamente ad una riduzione molto più significativa del parametro beta.

		immobilizzazione in corso non è ammissibile a remunerazione.		<p>Autorità per altri settori regolati, nonché al beta riconosciuto in settori come la trasmissione gas ed elettrica, i cui rischi di domanda e regolatori sono notoriamente inferiori. Si evidenzia, ad esempio, che ART ha recentemente riconosciuto: (i) un beta pari a 0,32 per i servizi di TPL su strada,<sup>10</sup> e (ii) un beta pari a 0,39 per il TPL su ferrovia<sup>11</sup>, settori nei quali il rischio volume è pressoché inesistente, dato il riconoscimento di corrispettivi predefiniti.</p> <table><tr><th></th><th>Delibera ART 124/2024</th><th>Calcolo WACC - 20%</th></tr><tr><td>Risk Free Rate</td><td>4,10%</td><td>4,10%</td></tr><tr><td><b>Equity Risk Premium</b></td><td><b>6,22%</b></td><td><b>6,22%</b></td></tr><tr><td>Asset Beta</td><td>0,36</td><td>0,16</td></tr><tr><td>Equity Beta</td><td>0,77</td><td>0,33</td></tr><tr><td><b>Cost of Equity</b></td><td><b>8,87%</b></td><td><b>6,15%</b></td></tr><tr><td>Debt premium</td><td>0,08%</td><td>0,08%</td></tr><tr><td>Cost of debt</td><td>4,17%</td><td>4,17%</td></tr><tr><td><b>Cost of Debt (net of Tax Shield)</b></td><td><b>3,17%</b></td><td><b>3,17%</b></td></tr><tr><td>Leverage (D/E)</td><td>1,49</td><td>1,49</td></tr><tr><td>Gearing (D/(D+E))</td><td>0,60</td><td>0,60</td></tr><tr><td><b>Nominal post-tax WACC</b></td><td><b>5,46%</b></td><td><b>4,37%</b></td></tr><tr><td>IRES Tax Rate</td><td>24,00%</td><td>24,00%</td></tr><tr><td>IRAP Tax Rate</td><td>4,82%</td><td>4,82%</td></tr><tr><td>Overall Tax Rate</td><td>28,82%</td><td>28,82%</td></tr><tr><td><b>Nominal pre-tax WACC</b></td><td><b>7,67%</b></td><td><b>6,14%</b></td></tr><tr><td><b>WACC - 20%</b></td><td><b>6,14%</b></td><td></td></tr></table>		Delibera ART 124/2024	Calcolo WACC - 20%	Risk Free Rate	4,10%	4,10%	<b>Equity Risk Premium</b>	<b>6,22%</b>	<b>6,22%</b>	Asset Beta	0,36	0,16	Equity Beta	0,77	0,33	<b>Cost of Equity</b>	<b>8,87%</b>	<b>6,15%</b>	Debt premium	0,08%	0,08%	Cost of debt	4,17%	4,17%	<b>Cost of Debt (net of Tax Shield)</b>	<b>3,17%</b>	<b>3,17%</b>	Leverage (D/E)	1,49	1,49	Gearing (D/(D+E))	0,60	0,60	<b>Nominal post-tax WACC</b>	<b>5,46%</b>	<b>4,37%</b>	IRES Tax Rate	24,00%	24,00%	IRAP Tax Rate	4,82%	4,82%	Overall Tax Rate	28,82%	28,82%	<b>Nominal pre-tax WACC</b>	<b>7,67%</b>	<b>6,14%</b>	<b>WACC - 20%</b>	<b>6,14%</b>	
	Delibera ART 124/2024	Calcolo WACC - 20%																																																					
Risk Free Rate	4,10%	4,10%																																																					
<b>Equity Risk Premium</b>	<b>6,22%</b>	<b>6,22%</b>																																																					
Asset Beta	0,36	0,16																																																					
Equity Beta	0,77	0,33																																																					
<b>Cost of Equity</b>	<b>8,87%</b>	<b>6,15%</b>																																																					
Debt premium	0,08%	0,08%																																																					
Cost of debt	4,17%	4,17%																																																					
<b>Cost of Debt (net of Tax Shield)</b>	<b>3,17%</b>	<b>3,17%</b>																																																					
Leverage (D/E)	1,49	1,49																																																					
Gearing (D/(D+E))	0,60	0,60																																																					
<b>Nominal post-tax WACC</b>	<b>5,46%</b>	<b>4,37%</b>																																																					
IRES Tax Rate	24,00%	24,00%																																																					
IRAP Tax Rate	4,82%	4,82%																																																					
Overall Tax Rate	28,82%	28,82%																																																					
<b>Nominal pre-tax WACC</b>	<b>7,67%</b>	<b>6,14%</b>																																																					
<b>WACC - 20%</b>	<b>6,14%</b>																																																						

<sup>10</sup> Delibera ART n. 39/2025.

<sup>11</sup> Delibera ART n. 37/2025.

				<p>Non si ritiene quindi condivisibile ma soprattutto metodologicamente corretta la proposta di differenziare i costi di remunerazione del valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando (i) un tasso pari al Kd fintanto che l'investimento è in corso e (ii) un tasso di remunerazione pari al WACC arbitrariamente diminuito del 20% una volta che l'opera è in esercizio.</p> <p>Infine, si evidenzia che in diversi casi i valori di subentro previsti nei Piani Economico Finanziari dei concessionari si sono formati proprio a seguito di scelte del Concedente, volte a evitare aumenti tariffari o estensioni delle concessioni, spesso per motivazioni di opportunità politica (si veda, ad esempio, il caso della A4–A33, originariamente oggetto di estensione approvata dalla Commissione Europea ma successivamente sospesa dal Concedente).</p> <p>In tale contesto, appare essenziale riconsiderare il trattamento regolatorio del valore di subentro, garantendone una remunerazione coerente con i principi non discriminatori e di neutralità, simmetria del rischio e salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario della concessione.</p>
<b>34</b>	<b>1</b>	<p><b>Meccanismi di premialità/penalità</b></p> <p>2. Con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 33, il parametro <math>Qt</math> rappresenta il coefficiente sintetico di qualità dei servizi da applicare all'anno <math>t</math>, calcolato, secondo la metodologia illustrata dalla Misura 34.4, in esito al confronto fra il valore</p>	<p><b>Meccanismi di premialità/penalità</b></p> <p>2. Con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 33, il parametro <math>Qt</math> rappresenta il coefficiente sintetico di qualità dei servizi da applicare all'anno <math>t</math>, calcolato, secondo la metodologia illustrata Misura 34.4, in esito al confronto fra il valore degli indicatori</p>	<p>Si rileva che la Delibera in consultazione introduce un'applicazione asimmetrica del parametro di qualità, prevedendo una riduzione della premialità massima associata alla componente di gestione: in particolare, si passa da un incremento massimo del +2% (previsto nei modelli regolatori attualmente vigenti) a un incremento massimo del +1% in caso di raggiungimento del livello qualitativo definito come best practice.</p> <p>Tale scelta, oltre a non risultare adeguatamente motivata nella Relazione Illustrativa allegata al provvedimento, appare</p>

		degli indicatori specifici di qualità $Iq,j,(t-2)$ misurati all'anno $(t-2)$ e i rispettivi valori-obiettivo specifici di qualità di cui alla Misura 34.2, ed è compreso fra i seguenti valori minimo e massimo: $-2\% < Qt < +1\%$	specifici di qualità $Iq,j,(t-2)$ misurati all'anno $(t-2)$ e i rispettivi valori-obiettivo specifici di qualità di cui alla Misura 34.2, ed è compreso fra i seguenti valori minimo e massimo: $-2\% < Qt < +2\% +1\%$	potenzialmente disincentivante per i concessionari, in quanto riduce il margine di beneficio economico associato a livelli di performance eccellenti. L'incentivo alla qualità è infatti un elemento centrale nei meccanismi regolatori orientati alla performance, e una sua compressione potrebbe compromettere gli obiettivi di miglioramento continuo del servizio.
35	2 a 4	<p><b>Adeguamento tariffario in funzione della realizzazione degli investimenti</b></p> <p><b>Sub-componente relative alla effettiva realizzazione degli investimenti</b></p> <p>2. Al fine di consentire all'Autorità l'esercizio delle proprie prerogative in ordine alla corretta applicazione del Sistema tariffario, è necessario che il concedente, entro il termine di cui alla Misura 8, trasmetta all'Autorità medesima, [...], ogni informazione, anche quantitativa, necessaria ai fini del calcolo della sub-componente <math>(\Delta TK,(t+1))</math> e delle conseguenti valutazioni di ART in merito all'adeguamento tariffario proposto per l'annualità successiva a quella in corso, con separato e documentato riferimento alle fattispecie di seguito elencate:</p>	<p><b>Adeguamento tariffario in funzione della realizzazione degli investimenti</b></p> <p><b>Sub-componente relative alla effettiva realizzazione degli investimenti</b></p> <p>2. Al fine di consentire all'Autorità l'esercizio delle proprie prerogative in ordine alla corretta applicazione del Sistema tariffario, è necessario che il concedente, entro il termine di cui alla Misura 8, trasmetta all'Autorità medesima, [...], ogni informazione, anche quantitativa, necessaria ai fini del calcolo della sub-componente <math>(\Delta TK,(t+1))</math> e delle conseguenti valutazioni di ART in merito all'adeguamento tariffario proposto per l'annualità successiva a quella in corso, con separato e documentato riferimento alle fattispecie di seguito elencate:</p>	<p>La Misura in consultazione introduce alcune modifiche rilevanti ai criteri di determinazione dell'adeguamento tariffario annuale, che sollevano diverse e significative perplessità sotto il profilo metodologico e regolatorio.</p> <p>In primo luogo, non si ritiene né condivisibile né metodologicamente la nuova impostazione proposta per la quantificazione della sub-componente tariffaria connessa alla mancata realizzazione degli investimenti per causa imputabile al concessionario. La formulazione proposta prevede infatti una correlazione diretta tra l'entità del ritardo e la riduzione della variazione tariffaria, introducendo un principio di responsabilità presunta a carico del concessionario.</p> <p>In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>la Misura inverte l'onere della prova, attribuendo al concessionario l'obbligo di dimostrare l'assenza di colpa o responsabilità nel mancato rispetto delle tempistiche di realizzazione degli investimenti;</li> <li>tale previsione comporta un aggravio procedurale rilevante e potenzialmente sproporzionato, specialmente in contesti</li> </ul>

	<p>a) Investimenti effettivamente realizzati dal concessionario rispetto a quanto programmato nel PEF vigente [...]</p> <p>b) Conguaglio relativo ai dati a consuntivo dell'anno precedente quello in corso [...]</p> <p>c) Interventi di carattere urgente ed indifferibile, dovuti a cause di forza maggiore [...]</p> <p>d) Aggiornamenti del cronoprogramma degli investimenti già programmati [...]</p> <p><b>Sub-componente correlata alla responsabilità del concessionario</b></p> <p>2. Spetta al concessionario l'onere di provare l'inesistenza di proprie responsabilità con riguardo alla mancata realizzazione degli investimenti programmati, in ragione della presenza di cause di forza maggiore.</p> <p>3. Il meccanismo di penalità così descritto non si applica alle immobilizzazioni in corso assoggettate al criterio di ammortamento a vite utili regolatorie di cui alla Misura 23.2, punto 2,</p>	<p>a) Investimenti effettivamente realizzati dal concessionario rispetto a quanto programmato nel PEF vigente [...]</p> <p>b) Conguaglio relativo ai dati a consuntivo dell'anno precedente quello in corso [...]</p> <p>c) Interventi di carattere urgente ed indifferibile, dovuti a cause di forza maggiore [...]</p> <p>d) Aggiornamenti del cronoprogramma degli investimenti già programmati [...]</p> <p><b>Sub-componente correlata alla responsabilità del concessionario</b></p> <p><del>2. Spetta al concessionario l'onere di provare l'inesistenza di proprie responsabilità con riguardo alla mancata realizzazione degli investimenti programmati, in ragione della presenza di cause di forza maggiore.</del></p> <p>3. Il meccanismo di penalità così descritto non si applica alle immobilizzazioni in corso assoggettate al criterio di ammortamento a vite utili regolatorie di cui alla Misura 23.2,</p>	<p>complessi o soggetti a interferenze esterne (ad es. ritardi autorizzativi o cause di forza maggiore);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si crea così un rischio di distorsione sul piano della certezza e prevedibilità regolatoria, che potrebbe indebolire gli incentivi all'investimento e compromettere la corretta allocazione del rischio.</li> </ul> <p>Con riferimento invece alla nuova penalità correlata agli investimenti (non recuperabili in tariffa) non realizzati rispetto a quanto previsto nel piano approvato, si ritiene innanzitutto che tale penalità non sia ragionevole, in quanto: (i) incide su ricavi che sarebbero serviti alla copertura di costi ammessi relativi ad altri investimenti, determinando così una riduzione della sostenibilità economica della concessione anche in presenza di cause non imputabili al concessionario; (ii) ridondante rispetto al meccanismo di accantonamento del sovra-rendimento dell'azionista già previsto dal framework regolatorio posto in consultazione, e alle penalità già previste dalle Convenzioni e dal modello ART e (iii) sproporzionata in quanto proprio per come calcolata in percentuale degli investimenti programmati, potrebbe determinare importi talmente rilevanti tali da compromettere l'equilibrio economico-finanziario della concessione.</p> <p>Ciononostante, nella prospettiva di fornire un contributo costruttivo alla richiesta dell'Autorità di esprimersi sul valore del 5% indicato nella Delibera, si osserva quanto segue:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. La percentuale del 5% appare arbitraria, non essendo supportata da un'adeguata motivazione tecnica nella Relazione Illustrativa né da un'analisi di impatto comparativa. In termini assoluti, l'applicazione uniforme di tale parametro potrebbe determinare importi sanzionatori</li> </ol>
--	---	---	---

	<p>lettera c, ovvero a quelle di cui alla Misura 23.2, punto 3.</p> <p><b>Penalità per la ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa</b></p> <p>1. La penalità tariffaria applicabile in relazione alla ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa, si determina come segue:</p> $Z(t+1) = (Ia,t*) \cdot 5\% + (Ib,t*) \cdot 5\%$ <p>dove:</p> <p><i>Ia,t*</i> Indica, per gli investimenti programmati ma non riconosciuti in tariffa, ivi incluso l'ammontare pro-quota di ciascun intervento incluso nel Programma degli Investimenti e coperto da contributi pubblici, l'ammontare degli investimenti non realizzati, cumulato fino all'anno t;</p> <p><i>Ia,t*</i> Indica, per investimenti in asset reversibili al termine del rapporto concessorio, la cui copertura del relativo capitale investito netto è garantita dal fondo di cui alla Misura 11.3, l'ammontare degli investimenti</p>	<p>punto 2, lettera c, ovvero a quelle di cui alla Misura 23.2, punto 3.</p> <p><b>Penalità per la ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa</b></p> <p>1. La penalità tariffaria applicabile in relazione alla ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa, si determina come segue:</p> $Z(t+1) = (Ia,t*) \cdot \text{RFR reale}5\% + (Ib,t*) \cdot \text{RFR reale}5\%$ <p>dove:</p> <p><i>Ia,t*</i> Indica, per gli investimenti programmati ma non riconosciuti in tariffa, ivi incluso l'ammontare pro-quota di ciascun intervento incluso nel Programma degli Investimenti e coperto da contributi pubblici, l'ammontare degli investimenti non realizzati, cumulato fino all'anno t;</p> <p><i>Ia,t*</i> Indica, per investimenti in asset reversibili al termine del rapporto concessorio, la cui copertura del relativo capitale investito netto è garantita dal fondo di cui alla Misura</p>	<p>particolarmente elevati, sproporzionati rispetto agli obiettivi perseguiti e tali da compromettere l'equilibrio economico-finanziario della concessione.</p> <p>2. Nella misura in cui il ritardo nella realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa è di fatto assimilabile a un "debito" nei confronti del concedente, si suggerisce all'Autorità di valutare l'applicazione di un tasso più appropriato, coerente con il tasso di indebitamento pagato dal governo italiano per investimenti di tipo analogo. Si fa riferimento, in particolare, al rendimento dei BTP decennali, ovvero al tasso Risk Free (RFR) di cui alla Misura 36.6.</p> <p>3. Trattandosi di una penalità e non di un interesse su somme dovute, si ritiene inoltre più appropriato il riferimento a un tasso reale anziché nominale. Si suggerisce in particolare di fare riferimento alla componente risk-free reale, calcolata al netto dell'inflazione attesa, secondo la metodologia già adottata in altri contesti regolatori. A titolo di esempio, sulla base dei parametri della delibera 124/2024, il tasso applicabile per la penalità, sulla base della metodologia sopra descritta, risulterebbe pari a circa 3%.<sup>12</sup></p> <p>Resta inteso che tale tasso di penalità dev'essere applicato agli investimenti - non recuperabili in tariffa - non realizzati <u>rispetto a quanto esplicitamente previsto nel Piano Economico Finanziario predisposto dal Concessionario e approvato dal Concedente.</u></p>
--	---	---	--

<sup>12</sup> Sulla base dei parametri della delibera 124/2024:  $((1 + 4,096\%)/(1 + 1,10\%)) - 1 = 2,96\%$ .

		non realizzati, cumulato fino all'anno t.	11.3, l'ammontare degli investimenti non realizzati, cumulato fino all'anno t.  RFR reale indica il tasso risk free (RFR), espresso in termini reali, ovvero al netto del tasso di inflazione (P), sulla base dei parametri definiti dall'Autorità in coerenza con la metodologia di cui alla Misura 36.	
30	1	<p><b>Poste Figurative</b></p> <p>3. Le Poste Figurative a credito ovvero a debito, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti, nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</p> <p>a) poste figurative correlate ai costi di rimborso del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito di cui alla Misura 24;</p> <p>b) poste figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso</p>	<p><del>Poste Figurative</del></p> <p><del>3. Le Poste Figurative a credito ovvero a debito, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti, nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</del></p> <p><del>a) poste figurative correlate ai costi di rimborso del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito di cui alla Misura 24;</del></p> <p><del>b) poste figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di</del></p>	<p>La misura posta in consultazione introduce un elemento di forte discontinuità rispetto ai modelli tariffari attualmente vigenti. Tale discontinuità non risulta, tuttavia, adeguatamente giustificata né supportata da evidenze tecniche consolidate, né, soprattutto, metodologicamente corretta. Le motivazioni esposte nella Relazione Istruttoria appaiono basate su assunti parziali e non verificati, che sollevano significative perplessità sotto il profilo della coerenza regolatoria, dell'efficacia applicativa e dell'equilibrio economico-finanziario delle concessioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Secondo quanto riportato nella Relazione Istruttoria, le poste figurative determinerebbero un beneficio per il concessionario in quanto, favorendo un profilo tariffario più contenuto, consentirebbero di massimizzare i volumi di traffico. Tale assunzione appare non dimostrata né supportata da evidenze empiriche.</li> <li>• Anche laddove si potesse dimostrare l'effetto sui volumi di traffico dovuti a livelli tariffari inferiori, <b>eventuali benefici economici risulterebbero comunque limitati</b> dall'applicazione del meccanismo di <i>revenue sharing</i> già previsto dalla regolazione vigente. Inoltre, un livello</li> </ul>



		di inflazione programmata di cui alla Misura 26. [...]	<del>inflazione programmata di cui alla Misura 26. [...]</del>	<p>tariffario contenuto potrebbe riflettersi negativamente sulle condizioni di finanziamento del concessionario, riducendo la sostenibilità economica complessiva degli investimenti e aggravando il profilo di rischio finanziario.</p> <p>Particolarmente critica e conseguentemente non accettabile è la proposta di aggiornare una parte delle poste figurative sulla base del tasso di inflazione programmata. Tale impostazione risulta in contrasto con quanto affermato dal TAR Piemonte nella sentenza richiamata nel Documento VIR, in cui il tasso più appropriato per garantire la neutralità viene individuato nel c.d. blended rate, ovvero una media ponderata tra il WACC e il TIR (nel caso delle nuove concessioni, coincidente con il WACC):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>La remunerazione delle poste figurative al WACC non determina in alcun modo distorsioni del sistema tariffario a vantaggio dei concessionari.</b> A titolo di esempio, un investimento pari a 100 genera, in applicazione del meccanismo di poste figurative remunerate al WACC (come nei modelli tariffari vigenti), un totale di ricavi ex ante e a parità di altre ipotesi, in valore attuale netto, pari a 100. Al contrario, la scomposizione delle poste figurative in sub-componenti, remunerate a diversi tassi, come proposto dal modello in consultazione, fa sì che i ricavi ex-ante generati dal sistema tariffario e attualizzati al tasso di sconto coerente con la remunerazione dei costi (ossia al WACC), risultino necessariamente sempre inferiori a 100. Eventuali recuperi di tale differenziale su base ex post fanno parte della naturale allocazione del rischio operativo tra le parti e non dovrebbero quindi essere considerati a servizio dell'equilibrio della concessione (come invece preteso da ART).</li> </ul>
--	--	--	--	--

				<p><b>Si rileva infine che il modello di poste figurative posto in consultazione risulta estremamente complesso e di difficile implementazione.</b> Le modalità di calcolo e di allocazione dei costi tra le differenti sub-componenti rischia di produrre significativi problemi applicativi e interpretativi.</p> <p>Alla luce di tali criticità, si richiede di <b>preservare integralmente il trattamento regolatorio delle poste figurative maturate e maturande, come previsto dal modello vigente per il settore</b>, applicando al saldo di poste figurative il tasso di attualizzazione riconosciuto sul CIN (ovvero il WACC, nel caso delle nuove concessioni).</p>
<b>30</b>	<b>1.7</b>	Il saldo delle poste figurative deve essere azzerato entro il termine di scadenza della concessione, dando priorità al saldo di poste figurative relative ai costi di rimborso del capitale di cui al punto 3, e non può confluire nel valore di subentro da corrispondersi da parte del concessionario subentrante.	Il saldo delle poste figurative deve essere azzerato entro il termine di scadenza della concessione, dando priorità al saldo di poste figurative relative ai costi di rimborso del capitale di cui al punto 3, e non può confluire nel valore di subentro da corrispondersi da parte del concessionario subentrante, <b>salvo il caso in cui le tariffe applicate nel corso della concessione si siano rivelate insufficienti a garantire il pieno recupero degli investimenti sostenuti.</b>	<p>Al fine di garantire il rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria, si ritiene necessario precisare che, alla scadenza della concessione, eventuali saldi residui delle poste figurative — che non risultino integralmente azzerati – per esempio a causa del mancato riconoscimento di adeguamenti tariffari da parte dell’ente concedente ovvero il verificarsi di eventi imprevisti ed imprevedibili ex ante (cosiddette <i>contingencies</i>), <b>devono necessariamente essere riconosciuti al concessionario uscente</b>, anche a tutela del Concedente.</p> <p>A tal proposito, si ritiene utile evidenziare all’Autorità che l’eventuale necessità di riconoscere un saldo di poste figurative al concessionario uscente è spesso riconducibile a scelte del Concedente, volte a evitare aumenti tariffari o estensioni delle concessioni, spesso per motivazioni di opportunità politica (si veda ad esempio il Piano A4-A33). In tale contesto, risulta evidente che le eventuali poste figurative in eccesso – ovvero non recuperate tramite adeguamenti tariffari - non rappresentano un’anomalia generata dalla gestione del concessionario, bensì un effetto derivato</p>

				da vincoli esterni o da decisioni unilaterali del concedente stesso. Ne consegue che un corretto trattamento dei saldi residui, alla scadenza del rapporto concessorio, è condizione essenziale per garantire equità regolatoria e neutralità economico-finanziaria per il concessionario.
36	2 e 3	<p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o gearing, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>(i) 50%, per tutte le imprese il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta inferiore a 75%, e nel caso di nuova concessione, per il primo periodo regolatorio;</p> <p>(ii) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta maggiore o uguale a 75%.</p> <p>Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p>	<p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o gearing, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a: <del>(i) 50%, per tutte le imprese il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta inferiore a 75%, e nel caso di nuova concessione, per il primo periodo regolatorio;</del></p> <p><del>(ii) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta maggiore o uguale a 75%.</del></p> <p><del>Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</del></p> <p>3. <del>Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla fattispecie in cui ricade,</del> il concessionario calcola la propria leva</p>	<p>Le modifiche proposte sono volte a superare le significative criticità metodologiche riscontrate nella determinazione del parametro di gearing, con particolare riferimento a due aspetti fondamentali:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Il disallineamento tra il gearing utilizzato nel calcolo del beta (fissato a un valore implicito di 50%, corrispondente a una leva pari a 1) e quello adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento nella costruzione del WACC (pari alternativamente al 50% o 75%, in funzione della leva finanziaria effettiva del concessionario);</li> <li>La metodologia indicata per il calcolo della leva da parte del concessionario, che risulta suscettibile di generare una sovrastima dell'effettiva incidenza dei mezzi di terzi, a causa: (i) dell'esclusione non motivata di alcune componenti del Patrimonio Netto; (ii) del calcolo dell'indebitamento sulla base del debito lordo, anziché netto delle disponibilità liquide.</li> </ul> <p><b>Tale approccio si pone in contrasto con le precedenti delibere ART e in generale con i principi consolidati nella regolazione del settore. In particolare, si richiama quanto previsto dalle delibere CIPE n.27/2013 e n.68/2017, che:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Calcolavano il WACC sulla base di un gearing coerente con quello utilizzato nel relevering del beta, valorizzato sulla base di dati effettivi e riferiti alla singola concessionaria;</li> </ul>

		<p>3. Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla fattispecie in cui ricade, il concessionario calcola la propria leva come media ponderata crescente dei gearing relativi agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC utilizzato per l'elaborazione di detto PFR, sulla base dei valori contabili di bilancio, come rapporto tra:</p> <p>a) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, e</p> <p>b) il valore complessivo del patrimonio netto calcolato in coerenza con quanto previsto dalla Misura 25-bis, punto 7 [ovvero 29-bis, punto 7, ovvero 32-bis, punto 7] relativa alla verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione, e dei debiti di cui alla lettera a) [...]</p>	<p>come media ponderata crescente dei gearing relativi agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC utilizzato per l'elaborazione di detto PFR, sulla base dei valori contabili di bilancio, come rapporto tra:</p> <p>a) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, <b>al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie fruttifere di interessi</b> e</p> <p>b) il valore complessivo del patrimonio netto riportato a bilancio <del>calcolato in coerenza con quanto previsto dalla Misura 25-bis, punto 7 [ovvero 29-bis, punto 7, ovvero 32-bis, punto 7] relativa alla verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione,</del> e dei debiti di cui alla lettera a) [...]</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Definivano la leva finanziaria come rapporto tra l'indebitamento finanziario netto (somma algebrica delle passività ed attività finanziarie fruttifere di interessi) e il patrimonio netto contabile (Voce "A" del passivo), o, in alternativa, la capitalizzazione di borsa in caso di società quotate.</li> </ul> <p><b>Al contrario, la metodologia posta in consultazione presenta una serie di criticità, come di seguito rappresentate:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La metodologia proposta per il gearing, non internamente coerente con quella proposta per il parametro beta, comporta una incoerenza interna nella costruzione del WACC, poiché la rischiosità del capitale proprio (e dunque il costo del capitale azionario) risulta sottostimata per i concessionari a cui viene attribuito un gearing del 75%. In altri termini, mentre il livello di indebitamento è riconosciuto in fase di calcolo della struttura finanziaria, esso viene ignorato nella fase di determinazione della rischiosità associata al capitale proprio, con un effetto penalizzante anche importante per gli operatori con maggior leva finanziaria. In tal senso giova ricordare che le scelte di gearing da parte dei concessionari risultano spesso condizionate – o addirittura forzate – dal contesto di incertezza regolatoria e dai ritardi nell'adeguamento delle tariffe, oppure, nel caso di nuove concessioni, dalla necessità di finanziare il piano di investimenti sulla base di una leva finanziaria coerente con la prassi standard della finanza di progetto (<i>project finance</i>).<sup>13</sup></li> </ul>
--	--	---	---	--

<sup>13</sup> Si veda ad esempio: World Bank, Private Participation in Infrastructure (PPI) 2023 Annual Report, pagina 2: La tabella mostra che il rapporto medio di indebitamento per i progetti infrastrutturali con partecipazione privata è pari al 75% di debito e al 25% di capitale proprio (nel 2023).

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oltretutto, la metodologia indicata dall’Autorità per la determinazione della leva finanziaria da parte del concessionario – rilevante ai fini della classificazione nel valore nozionale di gearing – presenta alcune criticità strutturali, tali da condurre, in modo sistematico, a una sovrastima dell’effettiva esposizione finanziaria dell’operatore, con conseguente penalizzazione ingiustificata in termini regolatori: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Per quanto riguarda il debito, si ritiene più corretto fare riferimento al debito netto, ossia al valore dell’indebitamento finanziario al netto della liquidità e degli equivalenti di cassa. Tale parametro fornisce una rappresentazione più realistica del rischio finanziario effettivo associato alla leva, riflettendo la disponibilità di risorse immediatamente utilizzabili per il servizio del debito.</li> <li>○ Per quanto riguarda il capitale proprio, si ritiene necessario considerare l’intero patrimonio netto contabile, in coerenza con il valore dell’attivo riportato a bilancio, nel rispetto del principio di rappresentazione integrale dell’esposizione patrimoniale.</li> </ul> </li> <li>• Si osserva infine che l’utilizzo di una leva finanziaria nozionale, fissata dall’Autorità in misura pari a 50%, risulta potenzialmente penalizzante anche per i concessionari con un basso livello di indebitamento, in quanto l’incidenza della componente equity nel WACC verrebbe considerevolmente sottostimata nel calcolo dell’Autorità.</li> </ul>
--	--	--	--	---

				<p><b>Alla luce delle considerazioni sopra riportate, si ritiene necessario</b> modificare la metodologia di calcolo del gearing al fine di (i) allineare la leva finanziaria adottata nella determinazione del beta a quella utilizzata nella ponderazione tra fonti di finanziamento (WACC), e (ii) definire la leva sulla base <b>del debito netto</b> e del <b>patrimonio netto totale</b>, al fine di garantire coerenza metodologica e neutralità regolatoria.</p> <p><b>In alternativa</b>, si propone all’Autorità di reintrodurre integralmente la <b>metodologia CIPE</b>, che offre un approccio più aderente alle specificità del settore, garantisce maggiore trasparenza e neutralità e risulta maggiormente verificabile rispetto all’impostazione proposta nella misura in consultazione.</p>
36	4	<p>Il costo ammesso sul capitale di debito è determinato come media ponderata tra: a) il costo medio del debito di settore, calcolato mediante il metodo di calcolo diretto, sulla base dei valori contabili di bilancio redatto ai sensi degli articoli 2424 e 2425 del Codice civile, come media ponderata crescente del valore annuo del rapporto tra oneri e debiti finanziari del settore autostradale, sulla base dei dati degli ultimi 3 anni solari precedenti l’anno di calcolo del WACC: (i) in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio, (ii) escludendo i</p>		<p>La Delibera introduce una nuova metodologia per la determinazione del costo del debito, basata per il 90% sul costo medio di settore (al netto di <i>outlier</i>) e per il 10% sugli indici iBoxx BBB.</p> <p>In generale si osserva che la Misura posta in consultazione presenta alcune criticità, tra cui</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Scarsa trasparenza e replicabilità:</b> la metodologia si basa su dati di bilancio non pubblici e soggetti ad aggiustamenti discrezionali, rendendo il parametro non verificabile né ex-ante né ex-post.</li> <li>• <b>Disallineamento temporale:</b> l’utilizzo di dati annuali può generare uno scarto rispetto alle condizioni di mercato vigenti al momento della delibera. L’utilizzo di dati relativi ad “anni solari” per gli indici di mercato comporta infatti un disallineamento temporale tra i dati utilizzati nella</li> </ul>

	<p>dati relativi alle concessioni scadute, (iii) tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti. Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati, (iv) includendo i debiti di tipo infruttifero (ad eccezione dei debiti verso il fondo centrale di garanzia), i debiti infragruppo e i debiti verso soci. Qualora il valore del costo di indebitamento della singola concessione relativa ai debiti infragruppo e ai debiti verso soci risulti superiore di 50 punti base rispetto alla media del costo di indebitamento verso terzi, tali singoli valori non saranno inclusi nel calcolo del costo del capitale di debito. b) il costo del debito benchmark, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici iBoxx delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, relativo agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come mediana del valore annuo delle rilevazioni giornaliere. Ai fini del</p>		<p>definizione del WACC ed i valori di mercato al momento della delibera (metà settembre).</p> <p>Si richiede inoltre di chiarire la previsione secondo cui <i>“Qualora il valore del costo di indebitamento della singola concessione relativa ai debiti infragruppo e ai debiti verso soci risulti superiore di 50 punti base rispetto alla media del costo di indebitamento verso terzi, tali singoli valori non saranno inclusi nel calcolo del costo del capitale di debito”</i>. Tale previsione risulta ambigua e potenzialmente distorsiva. A tal fine, le modifiche proposte sono volte a introdurre una formulazione più chiara e coerente del criterio di trattamento del costo del debito, specificando che:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. La soglia di riferimento è rappresentata dal costo medio di indebitamento verso terzi, calcolato come media semplice dei valori rilevati tra le concessionarie autostradali, incrementata fino a un massimo di 50 punti base.</li> <li>2. i valori di costo del debito che eccedono tale soglia non devono essere esclusi dal computo, bensì ricondotti al massimo entro il limite della soglia stessa. In tal modo si evita l'eliminazione integrale di debiti effettivamente contrattualizzati, assicurando al contempo un approccio prudenziale e non distorsivo nella determinazione del parametro regolatorio.</li> </ol> <p>Si richiede inoltre un chiarimento interpretativo sulla previsione secondo cui il costo medio annuo di settore è calcolato come <i>“rapporto tra oneri e debiti finanziari del settore autostradale”</i>. Qualora si tratti della somma degli oneri finanziari di tutti gli operatori rapportata alla somma dei rispettivi debiti, ciò equivarrebbe a una media ponderata per il debito, che attribuisce un peso maggiore ai concessionari di più grandi dimensioni con</p>
--	---	--	--

		<p>calcolo del costo ammesso sul capitale di debito, il costo medio del debito di settore di cui alla lettera a) è ponderato con un peso pari a 90%, mentre il costo del debito benchmark di cui alla lettera b) al 10%.</p>	<p>maggior facilità di accesso al mercato dei capitali di debito e, normalmente, ad un costo inferiore. Si ritiene opportuno, pertanto, chiarire che il costo medio deve essere calcolato come media semplice dei Kd dei singoli operatori, al fine di rappresentare in maniera più neutra, rappresentativa della realtà dei mercati finanziari e aderente alle specificità del settore, i reali costi di finanziamento sostenuti dagli operatori.</p> <p>In aggiunta, si richiede all'Autorità di indicare esplicitamente nella Misura che il calcolo del Kd del concessionario deve tenere conto di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Il valore del debito come rappresentato nei bilanci delle società concessionarie, comprensivo degli effetti del costo ammortizzato, dei derivati a copertura dei rischi tassi di interesse e dei ratei attivi/passivi a fine periodo.</li> <li>• Gli oneri impliciti derivanti da strumenti sottoscritti sotto pari o da emissioni zero coupon, anche qualora tali oneri non siano contabilizzati integralmente nell'esercizio corrente ma costituiscano comunque un costo finanziario reale per l'operatore.</li> </ul> <p>Si rappresenta all'Autorità che i finanziamenti soci subordinati o postergati – laddove presentino caratteristiche assimilabili a strumenti <i>equity-like</i>– dovrebbero essere computati come <i>equity</i> ai fini della determinazione del <i>gearing</i>, in coerenza con i principi contabili internazionali.</p> <p>Come ultimo punto, infine, si rileva che la Relazione Illustrativa a pagina 28 indica che gli indici Iboxx fanno riferimento ad obbligazioni europee non finanziarie BBB (con scadenze 10+ e 7-10 anni). Tuttavia, una verifica degli indici identificativi delle obbligazioni (codici ISIN) sottostanti gli indici Iboxx identifica una</p>
--	--	--	--



				<p>composizione molto più complessa, che a seconda della scadenza, include titoli di diversa natura, inclusi titoli relativi a paesi extra-UE (Stati Uniti, Australia, e Sud Africa). Il peso relativamente alto di obbligazioni extra-UE negli indici utilizzati per il costo del debito non solo determina una discontinuità rispetto a quanto dichiarato da ART nella Relazione Illustrativa, ma genera di fatto l'utilizzo di un approccio selettivo da parte dell'Autorità nell'identificazione dei campioni rilevanti, utilizzati per il calcolo dei parametri del WACC. Se, infatti, da un lato ART utilizza gli indici Iboxx – che tengono conto di titoli extra-UE in diverse proporzioni – che riducono presumibilmente la stima del costo del debito di settore; per la stima del beta, l'Autorità limita il campione di stima a società europee, escludendo l'introduzione di società comparabili extra-UE. Al contrario di quanto accade per il calcolo del costo del debito, l'esclusione delle società extra-UE dal campione di stima del parametro beta determina presumibilmente una sottostima dello stesso, se non altro perché ART – al fine di mantenere una numerosità del campione di stima adeguata e in assenza di società comparabili europee – inserisce nel campione di stima Snam e Terna. Si ritiene, pertanto, necessaria una approfondita disamina della metodologia di calcolo proposta per il calcolo dei parametri del WACC, finalizzata ad assicurare la coerenza tra i vari parametri e l'abbandono di un approccio selettivo per la definizione della metodologia, guidato dalla volontà – più o meno manifesta – di ridurre il livello di redditività per il settore.</p>
36	8	<p>[...]</p> <p>I singoli asset beta così determinati, sono sintetizzati in un unico indicatore (<math>\beta a</math>), tramite l'utilizzo della media; in fase di prima applicazione,</p>	<p>[...]</p> <p>I singoli asset beta così determinati, sono sintetizzati in un unico indicatore (<math>\beta a</math>), tramite l'utilizzo della media; <del>in fase di prima applicazione, anziché la</del></p>	<p>Si ritiene innanzitutto condivisibile l'impostazione proposta dall'Autorità in merito all'utilizzo della <b>media ponderata</b> nella determinazione del parametro beta, in luogo della media semplice. Tale approccio consente infatti una stima più robusta e affidabile del profilo di rischio settoriale. <b>La modifica proposta è pertanto</b></p>

	<p>anziché la media semplice, sarà applicata la media ponderata in funzione del rischio registrato dal livello del singolo asset beta (<math>\beta_i</math> a ). Tale valore viene ritarato (c.d. relevering) sulla base della leva nozionale benchmark del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un gearing pari a 50%), finalizzata a tenere conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore:</p> <p>[...]</p> <p>I comparables sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche: a) essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità; b) essere quotate in borsa; c) avere disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo; d) avere rating creditizio di “investment grade”; e) essere operative principalmente nell’Unione Europea; f) non essere coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico; g) essere operative in</p>	<p><del>media semplice, sarà applicata la media</del> ponderata in funzione del rischio registrato dal livello del singolo asset beta (<math>\beta_i</math> a ). Tale valore viene ritarato (c.d. relevering) sulla base della leva nozionale benchmark del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un gearing pari a 50%), finalizzata a tenere conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore:</p> <p>[...]</p> <p>I comparables sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche: a) essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità; b) essere quotate in borsa; c) avere disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo; d) avere rating creditizio di “investment grade”; e) essere operative principalmente nell’Unione Europea; f) non essere coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico; g) essere operative in settori analoghi dal punto di vista dell’infrastruttura, anche prendendo</p>	<p><b>finalizzata a garantire che il criterio della media ponderata venga mantenuto anche nelle fasi successive alla prima applicazione della misura</b>, in occasione degli aggiornamenti periodici del parametro beta. In particolare, si sottolinea l’importanza di preservare tale impostazione al fine di riflettere in modo più accurato l’evoluzione della rischiosità del settore autostradale nel tempo, anche alla luce delle persistenti criticità che affliggono il <b>campione di comparables</b> attualmente individuato dall’Autorità.</p> <p>La Misura in consultazione, infatti, pur introducendo una serie di criteri selettivi <b>mantiene sostanzialmente invariato il campione di società comparables</b>, senza affrontare in modo risolutivo alcune debolezze strutturali già evidenziate.</p> <p>In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• L’applicazione dei criteri selettivi risulta in parte arbitraria e conduce all’inclusione di soggetti come <b>Snam e Terna</b>, la cui attività – pur rientrando formalmente nei settori infrastrutturali regolati – presenta un <b>profilo di rischio sistemico</b> e una struttura regolatoria significativamente diversa da quella delle concessioni autostradali. Tali soggetti operano infatti in mercati ad altissima stabilità della domanda, con asset regolati da meccanismi di riconoscimento del capitale e della redditività molto diversi da quelli in essere nel comparto autostradale.</li> <li>• Al contrario, l’inclusione nel campione di <b>gestori aeroportuali</b>, già regolati da ART e operanti in settori infrastrutturali a domanda parzialmente rigida e soggetti a cicli regolatori simili, risulterebbe più coerente sia con i criteri selettivi enunciati dall’Autorità, sia con la <b>natura economica e operativa dei concessionari autostradali</b>.</li> </ul>
--	---	--	--

	<p>settori analoghi dal punto di vista dell'infrastruttura, anche prendendo in considerazione altri settori infrastrutturali a rete diversi da quello strettamente in esame, caratterizzati da monopoli naturali e sottoposti a regolazione, che gestiscono infrastrutture strategiche in un contesto macroeconomico coerente con l'ERP considerato.</p> <p>Sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:</p> <table><tr><th>Comparables</th></tr><tr><td>EIFFAGE</td></tr><tr><td>FERROVIAL</td></tr><tr><td>SNAM</td></tr><tr><td>TERNA</td></tr></table> <p>L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardane l'efficacia, la composizione di detto panel.</p>	Comparables	EIFFAGE	FERROVIAL	SNAM	TERNA	<p>in considerazione altri settori infrastrutturali a rete diversi da quello strettamente in esame, caratterizzati da monopoli naturali e sottoposti a regolazione, che gestiscono infrastrutture strategiche in un contesto macroeconomico coerente con l'ERP considerato.</p> <p><del>Sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:</del></p> <table><tr><th>Comparables</th></tr><tr><td>EIFFAGE</td></tr><tr><td><del>FERROVIAL</del></td></tr><tr><td>SNAM</td></tr><tr><td>TERNA</td></tr></table> <p>L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardane l'efficacia, la composizione di detto panel.</p>	Comparables	EIFFAGE	<del>FERROVIAL</del>	SNAM	TERNA	<p><b>Alla luce di tali considerazioni, si ritiene necessario:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• mantenere l'utilizzo della <b>media ponderata</b> nella stima del parametro beta anche nelle fasi di aggiornamento e revisione futura del WACC, al fine di garantire stabilità e coerenza metodologica;</li><li>• <b>riesaminare la composizione del campione di comparables</b>, includendo soggetti operanti in settori con <b>profilo di rischio analogo</b>, in particolare nel comparto aeroportuale, al fine di migliorare la rappresentatività complessiva del campione.</li></ul> <p>A fini illustrativi, la tabella seguente presenta una ricostruzione esemplificativa del parametro beta risultante dall'inclusione, nel campione di società comparabili, anche delle principali società di gestione aeroportuale già considerate dall'Autorità nella delibera n.91/2025 relativa al settore aeroportuale.</p> <p>La stima è condotta sulla base di:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• per il campione attinente alla delibera n.74/2025, una implementazione coerente con la metodologia indicata dall'Autorità, utilizzando dati di mercato aggiornati e criteri di calcolo conformi al documento in consultazione;</li><li>• per i gestori aeroportuali, i valori di beta riportati e approvati nella sopra citata delibera n.91/2025.</li></ul>
Comparables													
EIFFAGE													
FERROVIAL													
SNAM													
TERNA													
Comparables													
EIFFAGE													
<del>FERROVIAL</del>													
SNAM													
TERNA													

				<table><tr><th colspan="7">Delibera ART 75/2025</th></tr><tr><th>Società</th><th>Paese</th><th></th><th>Equity beta</th><th>D/E</th><th>Tax rate</th><th>Pesi</th><th>Asset beta</th></tr><tr><th></th><th></th><th></th><th>[A]</th><th>[B]</th><th>[C]</th><th>[D]</th><th>[E]</th></tr><tr><th></th><th></th><th></th><th>Nota</th><th>Nota</th><th>Nota</th><th>Nota</th><th><math>[A]/(1+[B] \times (1-[C]))</math></th></tr><tr><td>FERROVIAL</td><td>Spagna</td><td>[1]</td><td>0.846</td><td>2.87</td><td>27%</td><td>30.0%</td><td>0.273</td></tr><tr><td>ElFFAGE</td><td>Francia</td><td>[2]</td><td>0.998</td><td>2.51</td><td>27%</td><td>40.0%</td><td>0.353</td></tr><tr><td>SNAM</td><td>Italia</td><td>[3]</td><td>0.630</td><td>2.11</td><td>29%</td><td>20.0%</td><td>0.252</td></tr><tr><td>TERNA</td><td>Italia</td><td>[4]</td><td>0.550</td><td>2.13</td><td>29%</td><td>10.0%</td><td>0.219</td></tr><tr><td>Media semplice</td><td></td><td>[5]</td><td colspan="4"></td><td>0.274</td></tr><tr><td>Media ponderata</td><td></td><td>[6]</td><td colspan="4"></td><td>0.295</td></tr></table> <table><tr><th colspan="7">Delibera ART 91/2025</th></tr><tr><th></th><th></th><th></th><th>Equity beta</th><th>D/E</th><th>Tax rate</th><th>Pesi</th><th>Asset beta</th></tr><tr><th></th><th></th><th></th><th>[A]</th><th>[B]</th><th>[C]</th><th>[D]</th><th>[E]</th></tr><tr><th></th><th></th><th></th><th>Nota</th><th>Nota</th><th>Nota</th><th>Nota</th><th><math>[A]/(1+[B] \times (1-[C]))</math></th></tr><tr><td>FLUGHAFEN ZUERICH AG</td><td>Svizzera</td><td>[7]</td><td>0.893</td><td>0.51</td><td>21%</td><td>40.0%</td><td>0.638</td></tr><tr><td>FRAPORT FRANKFURT AIRPORT AG</td><td>Germania</td><td>[8]</td><td>1.248</td><td>2.81</td><td>26%</td><td>10.0%</td><td>0.407</td></tr><tr><td>AEROPORT DE PARIS SA</td><td>Francia</td><td>[9]</td><td>1.073</td><td>2.26</td><td>39%</td><td>20.0%</td><td>0.450</td></tr><tr><td>AENA SME SA</td><td>Spagna</td><td>[10]</td><td>0.997</td><td>0.85</td><td>23%</td><td>30.0%</td><td>0.605</td></tr><tr><td>Media semplice</td><td></td><td>[11]</td><td colspan="4"></td><td>0.525</td></tr><tr><td>Media ponderata</td><td></td><td>[12]</td><td colspan="4"></td><td>0.567</td></tr><tr><td>Media Autostrade e Aeroporti</td><td></td><td>[13]</td><td colspan="4"></td><td>0.431</td></tr></table> <p>Note e fonti: [1]-[4]: Stima illustrativa basata sulla metodologia descritta nella Delibera ART 75/2025 e sui dati di mercato aggiornati. [7]-[10]: Delibera ART 91/2025. [6], [12]: Media ponderata di[E] in funzione del rischio, considerando i pesi nella colonna [D], come specificato nella Relazione Illustrativa in allegato alla Delibera ART 75/2025, p. 31. [13]: Media([6],[12]).</p> <p>Tale confronto consente di evidenziare l’effetto che l’inclusione dei gestori aeroportuali avrebbe sul valore medio (ponderato) del parametro beta, favorendo un riallineamento verso una stima più rappresentativa del profilo di rischio effettivo delle concessioni autostradali e maggiormente coerente con la realtà operativa e regolatoria del settore.</p> <p><b>In ogni caso, si richiede all’Autorità di riconsiderare l’inclusione nel campione di stima del beta del gruppo VINCI, operatore infrastrutturale quotato che:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>soddisfa pienamente i criteri di selezione stabiliti da ART (in termini di capitalizzazione, liquidità, rating);</li></ul>	Delibera ART 75/2025							Società	Paese		Equity beta	D/E	Tax rate	Pesi	Asset beta				[A]	[B]	[C]	[D]	[E]				Nota	Nota	Nota	Nota	$[A]/(1+[B] \times (1-[C]))$	FERROVIAL	Spagna	[1]	0.846	2.87	27%	30.0%	0.273	ElFFAGE	Francia	[2]	0.998	2.51	27%	40.0%	0.353	SNAM	Italia	[3]	0.630	2.11	29%	20.0%	0.252	TERNA	Italia	[4]	0.550	2.13	29%	10.0%	0.219	Media semplice		[5]					0.274	Media ponderata		[6]					0.295	Delibera ART 91/2025										Equity beta	D/E	Tax rate	Pesi	Asset beta				[A]	[B]	[C]	[D]	[E]				Nota	Nota	Nota	Nota	$[A]/(1+[B] \times (1-[C]))$	FLUGHAFEN ZUERICH AG	Svizzera	[7]	0.893	0.51	21%	40.0%	0.638	FRAPORT FRANKFURT AIRPORT AG	Germania	[8]	1.248	2.81	26%	10.0%	0.407	AEROPORT DE PARIS SA	Francia	[9]	1.073	2.26	39%	20.0%	0.450	AENA SME SA	Spagna	[10]	0.997	0.85	23%	30.0%	0.605	Media semplice		[11]					0.525	Media ponderata		[12]					0.567	Media Autostrade e Aeroporti		[13]					0.431
Delibera ART 75/2025																																																																																																																																																																										
Società	Paese		Equity beta	D/E	Tax rate	Pesi	Asset beta																																																																																																																																																																			
			[A]	[B]	[C]	[D]	[E]																																																																																																																																																																			
			Nota	Nota	Nota	Nota	$[A]/(1+[B] \times (1-[C]))$																																																																																																																																																																			
FERROVIAL	Spagna	[1]	0.846	2.87	27%	30.0%	0.273																																																																																																																																																																			
ElFFAGE	Francia	[2]	0.998	2.51	27%	40.0%	0.353																																																																																																																																																																			
SNAM	Italia	[3]	0.630	2.11	29%	20.0%	0.252																																																																																																																																																																			
TERNA	Italia	[4]	0.550	2.13	29%	10.0%	0.219																																																																																																																																																																			
Media semplice		[5]					0.274																																																																																																																																																																			
Media ponderata		[6]					0.295																																																																																																																																																																			
Delibera ART 91/2025																																																																																																																																																																										
			Equity beta	D/E	Tax rate	Pesi	Asset beta																																																																																																																																																																			
			[A]	[B]	[C]	[D]	[E]																																																																																																																																																																			
			Nota	Nota	Nota	Nota	$[A]/(1+[B] \times (1-[C]))$																																																																																																																																																																			
FLUGHAFEN ZUERICH AG	Svizzera	[7]	0.893	0.51	21%	40.0%	0.638																																																																																																																																																																			
FRAPORT FRANKFURT AIRPORT AG	Germania	[8]	1.248	2.81	26%	10.0%	0.407																																																																																																																																																																			
AEROPORT DE PARIS SA	Francia	[9]	1.073	2.26	39%	20.0%	0.450																																																																																																																																																																			
AENA SME SA	Spagna	[10]	0.997	0.85	23%	30.0%	0.605																																																																																																																																																																			
Media semplice		[11]					0.525																																																																																																																																																																			
Media ponderata		[12]					0.567																																																																																																																																																																			
Media Autostrade e Aeroporti		[13]					0.431																																																																																																																																																																			

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• opera prevalentemente in contesti regolati (autostrade, aeroporti, infrastrutture energetiche);</li> <li>• presenta un'elevata esposizione al settore delle concessioni, in mercati europei, (di fatto in linea con <i>comparables</i> quali Ferrovial ed Eiffage) quindi coerenti con lo scenario macroeconomico sottostante la stima dell'ERP: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>circa il 63% dell'EBIT 2024 proviene da attività in concessione regolata</b> (aeroporti, autostrade, ferrovie), come illustrato nella tabella seguente;</li> <li>○ circa il 78,7% dei ricavi è realizzato in mercati europei.<sup>14</sup></li> </ul> </li> </ul> <p>L'inclusione di VINCI contribuirebbe a rafforzare la solidità e la rappresentatività del campione, migliorando la stima complessiva del beta e garantendo una maggiore aderenza al profilo economico e di rischio che caratterizza il settore autostradale.</p>
--	--	--	--	--

<sup>14</sup> VINCI, Report on the Financial Statements for the year 2024, pagina 8.

				<table><tr><th colspan="4">FY 2024</th></tr><tr><td>VINCI Autoroutes</td><td>[1]</td><td>Note</td><td>3.265</td></tr><tr><td>VINCI Airports</td><td>[2]</td><td>Note</td><td>2.334</td></tr><tr><td>Altre concessioni</td><td>[3]</td><td>Note</td><td>90</td></tr><tr><td>Totale concessioni</td><td>[4]</td><td>[1]+[2]+[3]</td><td>5.688</td></tr><tr><td>VINCI Energies</td><td>[5]</td><td>Note</td><td>1.474</td></tr><tr><td>Cobra IS</td><td>[6]</td><td>Note</td><td>553</td></tr><tr><td>VINCI Construction</td><td>[7]</td><td>Note</td><td>1.304</td></tr><tr><td>VINCI Immobilier</td><td>[8]</td><td>Note</td><td>-57</td></tr><tr><td>Holding companies</td><td>[9]</td><td>Note</td><td>35</td></tr><tr><td>EBIT totale</td><td>[10]</td><td>Somma da [4] a [9]</td><td>8.997</td></tr><tr><td>% EBIT concessioni su EBIT Totale</td><td>[11]</td><td>[4]/[10]</td><td>63%</td></tr></table> <p>Note: [1]-[3], [5]-[9]: VINCI, Report on the Financial statements for the year 2024, pagina 8.</p>	FY 2024				VINCI Autoroutes	[1]	Note	3.265	VINCI Airports	[2]	Note	2.334	Altre concessioni	[3]	Note	90	Totale concessioni	[4]	[1]+[2]+[3]	5.688	VINCI Energies	[5]	Note	1.474	Cobra IS	[6]	Note	553	VINCI Construction	[7]	Note	1.304	VINCI Immobilier	[8]	Note	-57	Holding companies	[9]	Note	35	EBIT totale	[10]	Somma da [4] a [9]	8.997	% EBIT concessioni su EBIT Totale	[11]	[4]/[10]	63%
FY 2024																																																				
VINCI Autoroutes	[1]	Note	3.265																																																	
VINCI Airports	[2]	Note	2.334																																																	
Altre concessioni	[3]	Note	90																																																	
Totale concessioni	[4]	[1]+[2]+[3]	5.688																																																	
VINCI Energies	[5]	Note	1.474																																																	
Cobra IS	[6]	Note	553																																																	
VINCI Construction	[7]	Note	1.304																																																	
VINCI Immobilier	[8]	Note	-57																																																	
Holding companies	[9]	Note	35																																																	
EBIT totale	[10]	Somma da [4] a [9]	8.997																																																	
% EBIT concessioni su EBIT Totale	[11]	[4]/[10]	63%																																																	
36	3	Qualora il valore del tasso di remunerazione aggiornato nel secondo anno di ciascun periodo regolatorio, ai sensi della presente Misura, risulti variato in percentuali maggiori o uguali a +/- 15% rispetto al valore individuato all’Anno base del pertinente periodo regolatorio e adottato nel PFR in vigore, il concessionario formula la proposta di adeguamento tariffario annuale di cui alla Misura 8 adottando il valore aggiornato.	Qualora il valore del tasso di remunerazione aggiornato nel secondo anno di ciascun periodo regolatorio, ai sensi della presente Misura, risulti variato in percentuali maggiori o uguali a +/- 15% rispetto al valore individuato all’Anno base del pertinente periodo regolatorio e adottato nel PFR in vigore, anche per effetto dell’aggiornamento della leva finanziaria, il concessionario formula la proposta di adeguamento tariffario annuale di cui alla Misura 8 adottando il valore aggiornato.	La modifica proposta è finalizzata a chiarire che l’aggiornamento del tasso di remunerazione infra-periodo (i.e. al secondo anno del periodo) può avvenire anche per effetto dell’aggiornamento della leva finanziaria del concessionario, in coerenza con quanto riportato nella Misura 42 punto 1 c) xii): “Nell’ambito dei procedimenti di approvazione, aggiornamento o revisione del PEF di cui alla Misura 6 e alla Misura 7, il concessionario autostradale è tenuto a trasmettere all’Autorità, entro i termini ivi previsti, la seguente documentazione [...]relazione di accompagnamento, redatta su supporto informatico elaborabile, firmato digitalmente, che esplicita le modalità di costruzione del PFR aggiornato con riguardo almeno ai seguenti aspetti [...] determinazione del livello di gearing, secondo quanto previsto dalla Misura 36.3, che giustifichi l’adozione del parametro di cui alla Misura 36.2.”																																																

<b>TITOLO 4</b>		CONTABILITA' REGOLATORIA, STRUMENTI DI PIANIFICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E DI MONITORAGGIO		<p>In linea di principio si condivide l'obiettivo dell'Autorità di rafforzare il monitoraggio economico-finanziario delle concessioni attraverso l'introduzione di obblighi di contabilità regolatoria, quale strumento utile a promuovere maggiore trasparenza, verificabilità e coerenza informativa all'interno del settore autostradale.</p> <p>Tuttavia, si rileva che la metodologia prevista risulta particolarmente complessa, sia per l'ampiezza del perimetro informativo richiesto, sia per l'elevato grado di dettaglio previsto nella classificazione e separazione contabile delle voci di bilancio, che impone alle concessionarie un notevole sforzo di adeguamento organizzativo, procedurale e tecnico-contabile. Tale sforzo coinvolge, in modo diretto, anche le società di revisione, chiamate a certificare l'aderenza delle informazioni agli standard indicati, con implicazioni significative in termini di tempistiche, costi e formazione.</p> <p>In aggiunta, si evidenzia che la delibera in consultazione non include, allo stato attuale, le Linee Guida operative e gli Annessi tecnici richiamati nel Titolo 4 – in particolare gli Annessi X0, X1, X2, X3, Y0, Y1, Y2, Y3, Y4, Z0 e Z1 – che costituiscono l'ossatura tecnica indispensabile per effettuare valutazioni concrete sulla portata, fattibilità e sostenibilità del nuovo impianto contabile proposto.</p> <p><b>Alla luce di tali considerazioni, si ritiene necessario:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>posticipare l'entrata in vigore degli obblighi di contabilità regolatoria</b>, prevedendo un periodo transitorio adeguato a consentire alle concessionarie l'adeguamento dei sistemi contabili e informativi, anche in coordinamento con le società di revisione;</li> <li>• subordinare l'avvio delle nuove misure alla <b>pubblicazione completa delle Linee Guida e degli Annessi tecnici</b>, con</li> </ul>
---------------------	--	--	--	--

				<p>adeguato anticipo rispetto alla data di decorrenza, in modo da garantire un processo di recepimento ordinato e conforme;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• valutare l'opportunità di introdurre <b>meccanismi di proporzionalità e gradualità</b> nell'implementazione degli obblighi, tenuto conto della diversa complessità gestionale e dimensionale delle concessionarie coinvolte.</li></ul>
--	--	--	--	--