



Spettabile  
**AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI  
TRASPORTI**  
Via Nizza, 230  
10126 TORINO

c.a. Egregio Presidente  
Nicola Zaccheo

**pec@pec.autorita-trasporti.it**

EGI/EBA/fz

*allegati: OSSERVAZIONI\_ART.docx*

*trasmissione PEC*

**OGGETTO: Delibera n. 75/2025 del 15 maggio 2025.**

Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g), del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214. Indizione di una consultazione.

Spettabile Autorità,

con riferimento alla Delibera ART n. 75 del 15 ottobre 2025 e, in particolare, all'invito ad "acquisire, da parte dei soggetti interessati, osservazioni ed eventuali proposte sul documento di consultazione " entro il 16 giugno 2025, termine successivamente prorogato al 16 luglio 2025, ci preghiamo di trasmettere in allegato apposito documento in formato editabile ("word") in forma tabellare secondo lo schema predisposto dall'Autorità nell'allegato B alla Delibera 75/2025 recante le osservazioni e proposte di Autostrada Campogalliano Sassuolo S.p.A.

Preme evidenziare che "gli elementi per la definizione dello schema di concessione" da parte dell'ART devono necessariamente tenere conto dell'assenza, allo stato attuale, di una delibera dell'Autorità che definisca un modello tariffario specifico applicabile alla concessione di cui è titolare la scrivente Autostrada Campogalliano Sassuolo S.p.A. Non risultano infatti adottate, né sottoposte a consultazione, delibere regolatorie che stabiliscano le modalità di applicazione dei principi tariffari ART alla concessione autostradale Campogalliano-Sassuolo.

Ciò premesso, si evidenzia come le osservazioni e proposte formulate nell'allegata tabella riguardino Misure previste dalla Delibera in oggetto che incidono in modo particolarmente rilevante sui parametri economico-finanziari della concessione il cui PEF, in accordo con il Concedente, risulta attualmente oggetto di una procedura di revisione.

Alla luce di quanto sopra illustrato, si confida che questa Autorità possa tenere debitamente conto delle osservazioni e proposte contenute nell'allegata tabella, contestualizzandole coerentemente con le caratteristiche e specificità della concessione autostradale Autostrada Campogalliano Sassuolo S.p.A. e in maniera tale da non alterare in misura sostanziale i contenuti della stessa.

Rimanendo a disposizione per ogni integrazione o chiarimento eventualmente necessario, si porgono cordiali saluti.

L'AMMINISTRATORE DELEGATO

dott. Diego Cattoni



**DELIBERA 75/2025: OSSERVAZIONI SUL DOCUMENTO “AGGIORNAMENTO DEL SISTEMA TARIFFARIO DI PEDAGGIO RELATIVO ALLE CONCESSIONI AUTOSTRADALI DI CUI ALL’ARTICOLO 37, COMMA 2, LETTERA G), 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
24	2	<p><b>Ambito di applicazione e misure transitorie</b></p> <p>[...]</p> <p>Il sistema tariffario dell’Autorità si applica alle concessioni Salerno-Pompei-Napoli e Campogalliano-Sassuolo, in occasione del primo aggiornamento ovvero della revisione del PEF.</p>	<p><b>Ambito di applicazione e misure transitorie</b></p> <p>[...]</p> <p><del>Il sistema tariffario dell’Autorità si applica alle concessioni Salerno-Pompei-Napoli e Campogalliano-Sassuolo, in occasione del primo aggiornamento ovvero della revisione del PEF.</del></p>	<p>Con riferimento alla concessione autostradale Campogalliano-Sassuolo, si evidenzia l’assenza, allo stato attuale, di una delibera dell’Autorità che definisca un modello tariffario specifico applicabile alla concessione in oggetto. Non risultano infatti adottate, né sottoposte a consultazione, delibere regolatorie che stabiliscano le modalità di applicazione dei principi tariffari ART alla suddetta concessione.</p> <p>Tale circostanza risulta particolarmente critica alla luce dell’impianto sistemico della delibera n.75/2025, la cui struttura – come riconosciuto anche dalla stessa Autorità nella Relazione di accompagnamento – è costruita in continuità con i modelli tariffari vigenti, e ne presuppone l’esistenza come prerequisito per l’applicazione concreta delle nuove misure. In altri termini, l’efficacia della delibera n.75/2025 risulta subordinata alla disponibilità, per ciascuna concessione, di un modello tariffario di riferimento adottato o validato dall’Autorità. Il contenuto della delibera è infatti strutturato per essere letto in modo integrato e comparativo rispetto ai testi previgenti che disciplinano i modelli tariffari specifici delle concessioni richiamate.</p>

				<p>Nel caso della Campogalliano-Sassuolo, tale modello non è mai stato definito. In assenza di un atto regolatorio specifico, non è pertanto possibile ancorare in modo coerente l'applicazione delle previsioni della delibera n.75/2025, né risulta determinabile il perimetro tariffario di riferimento.</p> <p>Alla luce di quanto sopra, si <b>richiede all'Autorità di chiarire se il sistema tariffario applicabile alla concessione Campogalliano-Sassuolo sarà oggetto di un'apposita delibera dedicata</b>, da adottarsi previa procedura di consultazione pubblica, al fine di garantire la piena operatività del quadro regolatorio e assicurare coerenza con l'impostazione generale della delibera n.75/2025.</p> <p>A tal proposito, si rileva che anche un eventuale riferimento alla delibera ART n. 16/2019 non permetterebbe di tenere conto del fatto che <b>la concessione Campogalliano-Sassuolo – come di seguito argomentato – presenta specificità uniche nel panorama delle concessioni autostradali italiane</b>, e quindi necessita di un contesto regolatorio specifico stabilito da parte dall'Autorità.</p> <p>In particolare, si ritiene opportuno richiamare l'attenzione dell'Autorità sull'applicazione delle misure di defiscalizzazione previste dalla normativa CIPE e recepite</p>
--	--	--	--	---

				<p>all'interno dell'Atto Aggiuntivo alla Convenzione Unica del 2018 relativo all'autostrada Campogalliano-Sassuolo.<sup>1</sup></p> <p>Le misure di defiscalizzazione così introdotte sono state concepite in un contesto regolatorio antecedente all'introduzione del modello tariffario dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti e, allo stato attuale, non risultano richiamate in alcuna delibera ART applicabile ad altre concessioni autostradali né incluse tra le previsioni della delibera n.75/2025. In ragione di tale circostanza, non appaiono chiare le modalità attraverso cui le suddette misure debbano essere integrate nel quadro regolatorio vigente per l'autostrada Campogalliano-Sassuolo, che – come già evidenziato – risulta ad oggi priva di una specifica delibera tariffaria di riferimento.</p> <p>Si richiede pertanto all'Autorità di definire puntualmente le modalità di integrazione di tali misure all'interno del modello tariffario ART applicabile alla concessione Campogalliano-Sassuolo, anche alla luce dell'assenza – ad oggi – di una specifica delibera regolatoria.</p>
<b>25</b>	<b>1</b>	<b>Rischio traffico</b>  3. Nell'ambito del rischio operativo, il rischio di domanda è assunto dal	[...]  3. Nell'ambito del rischio operativo, il rischio di domanda è assunto dal	Non si ritiene condivisibile la formulazione proposta dalla delibera ART n.75/2025, secondo cui le previsioni di traffico formulate in sede di affidamento restano valide per l'intera durata della concessione – o, comunque, per

<sup>1</sup> Ai sensi dell'articolo 18 della legge n.183/2011, le misure di defiscalizzazione in oggetto comprendono:

- la compensazione, parziale o totale, tramite contributo a fondo perduto, dell'IRPEF/IRES e dell'IRAP maturate in concessione;
- la compensazione dell'IVA dovuta mediante contributo a fondo perduto;
- il riconoscimento del canone di concessione e del sovracanone sotto forma di contributo in conto esercizio.

	<p>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 del <math>\pm 10\%</math> rispetto alle previsioni assunte in fase di gara, previa valutazione e approvazione da parte dell'Autorità. [...]</p> <p>4. 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>5. 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>concessionario sulla base della stima dei volumi di traffico risultante dall'esito della procedura di affidamento. Le previsioni di traffico <del>sono soggette ad aggiornamento periodico quinquennale al termine di ogni periodo regolatorio, 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 del <math>\pm 10\%</math> rispetto alle previsioni assunte in fase di gara, previa valutazione e approvazione da parte dell'Autorità. [...]</del></p>	<p>un orizzonte temporale esteso (almeno 15 anni) – con possibilità di aggiornamento limitata a un range massimo del <math>\pm 10\%</math> rispetto ai volumi stimati inizialmente.</p> <p><b>Tale impostazione risulta particolarmente penalizzante nel caso di infrastrutture <i>greenfield</i></b>, ossia in fase di sviluppo e non ancora operative, come nel caso dell'autostrada Campogalliano–Sassuolo. In tali contesti, la previsione dei volumi di traffico risulta fisiologicamente più incerta rispetto a quanto avviene per infrastrutture consolidate, dove esistono dati storici di traffico affidabili e contesti di domanda più stabili. Di conseguenza, il vincolo rigido alla revisione delle stime iniziali, combinato con un orizzonte temporale prolungato, determina un'allocazione del rischio traffico fortemente sbilanciata a carico del concessionario, priva di adeguati strumenti di riequilibrio.</p> <p>Inoltre, l'applicazione di tali stime per 15 anni – a fronte di condizioni macroeconomiche, evoluzioni tecnologiche, e dinamiche territoriali potenzialmente molto variabili – risulterebbe ulteriormente aggravata dal contemporaneo funzionamento del meccanismo di revenue sharing, il quale prevede la restituzione di parte dei maggiori ricavi da traffico al concedente qualora i volumi effettivi superino quelli previsti. Ne deriverebbe una situazione di asimmetria regolatoria evidente, in cui il concessionario sopporta integralmente il rischio al ribasso, ma condivide i benefici in caso di andamento favorevole, compromettendo la sostenibilità economico-finanziaria dell'investimento.</p>
--	--	---	--

				<p>L'allocazione del rischio traffico nei termini previsti dalla Misura, associata alla rigidità delle soglie di revisione, rischia di fatto di compromettere seriamente la bancabilità degli investimenti, scoraggiando la partecipazione di capitali privati e operatori infrastrutturali, specie nei casi in cui l'investimento richieda significative anticipazioni finanziarie e tempi lunghi di rientro. In ultima analisi, ciò si traduce in un ostacolo alla realizzazione stessa delle infrastrutture, con ricadute negative per l'interesse pubblico.</p> <p>Si sottolinea inoltre che il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione non costituisce esclusivamente un interesse del concessionario, ma rappresenta una condizione abilitante per l'effettiva attuazione dell'opera, per il rispetto degli standard di servizio e per la sostenibilità a lungo termine del rapporto concessorio, nell'interesse degli utenti e della collettività.</p> <p>Si evidenzia infine che la modifica proposta risulta di fatto coerente con la definizione di "Periodo Regolatorio" come definito dalla Misura 2: <i>"il periodo di cinque anni, al termine del quale sono soggetti ad aggiornamento il PEF ed il PFR, nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti nel presente documento, anche correlativamente alla revisione dei parametri del price cap (tra i quali i costi riferibili all'Anno base, <b>le previsioni di traffico</b> e l'indicatore di produttività X) e del WACC, nonché dei valori di soglia per la valutazione della qualità dei servizi resi dal concessionario"</i>.</p>
25	1	Meccanismo di recupero in relazione alla	Meccanismo di recupero in relazione alla	La delibera n. 75/2025 introduce un meccanismo di

		<p><b>remunerazione dell'Equity</b></p> <p>1. L'Autorità verifica la 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 post-tax), 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 dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, secondo gli schemi di calcolo inclusi fra gli strumenti adottati dall'Autorità di cui al Titolo 5 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025.</p> <p>[...]</p>	<p><b>remunerazione dell'Equity</b></p> <p><del>1. L'Autorità verifica la 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 post-tax), 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 dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, secondo gli schemi di calcolo inclusi fra gli strumenti adottati dall'Autorità di cui al Titolo 5 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025.</del></p> <p><del>[...]</del></p>	<p>controllo della redditività basato sul confronto tra il TIR Equity e il costo dell'equity di riferimento (Re), con soglie di tolleranza asimmetriche (+120/-70 punti base) e obblighi di accantonamento in caso di superamento del limite superiore. Il sistema rappresenta una significativa discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente, spostando l'attenzione dalla remunerazione del capitale investito alla misurazione ex post del rendimento dell'azionista. <b>Tale impostazione risulta problematica sotto diversi profili.</b> Nello specifico, il TIR Equity rischia di rappresentare una misura non affidabile né coerentemente documentabile della redditività effettiva del capitale proprio investito nella concessione, per una pluralità di motivi strutturali:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• I flussi di cassa disponibili per gli azionisti nel settore autostradale possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a numerosi vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria. Il rendimento effettivo per gli azionisti, calcolato sulla base degli utili effettivamente distribuiti (Dividend Discount Model – o DDM), potrebbe pertanto risultare disallineato rispetto al TIR calcolato sui flussi “teoricamente” disponibili per gli azionisti.</li> <li>• Il TIR Equity risulta fortemente influenzato dalla struttura finanziaria della società e dalle effettive condizioni di indebitamento. In particolare, l'uguaglianza tra TIR Equity e Re del WACC utilizzato per il calcolo dei ricavi può essere verificata solo a condizione che: (i) la struttura</li> </ul>
--	--	---	---	--

				<p>finanziaria della società ricalchi esattamente il <i>gearing</i> del WACC e (ii) il costo del debito effettivamente sostenuto dal concessionario sia allineato al parametro <math>Rd</math> del WACC.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dal momento che la Delibera ART individua nel calcolo del WACC un livello di <i>gearing</i> nozionale, slegato dalle dinamiche di settore, e un costo del debito benchmark (media settore + indici), è pressoché impossibile, anche in assenza di maggiori ricavi (o minori costi) che il TIR Equity calcolato sui flussi della concessione coincida con il costo dell'equity utilizzato nel WACC.</li> <li>• La misura proposta si discosta dai modelli storicamente adottati nei settori regolati, e si pone in potenziale contraddizione con le altre Misure poste in consultazione dalla stessa Autorità. L'uguaglianza tra TIR di Progetto e WACC e tra TIR dell'Equity e <math>Ke</math> richiede necessariamente, ai fini della verifica della neutralità economico finanziaria che la capitalizzazione delle Poste Figurative venga effettuata al WACC e che la remunerazione dell'eventuale Valore di Subentro venga anch'essa effettuata al WACC. La proposta di capitalizzare al tasso di inflazione le Poste Figurative correlate ai costi del capitale e di remunerare il Valore di Subentro al WACC ridotto del 20% non consente di ottenere un TIR di Progetto che tenda al WACC medio e un TIR dell'Equity che tenda al <math>Ke</math> medio.</li> </ul>
--	--	--	--	---

				<p>Oltretutto, il meccanismo previsto risulta nei fatti totalmente asimmetrico, in quanto, mentre in caso di sovra-rendimento è previsto un accantonamento immediato, automatico e vincolato, in caso di sotto-rendimento non sono previsti meccanismi automatici di compensazione, differendo l'eventuale riequilibrio ad <i>iter</i> di revisione del piano, dal carattere – come noto – incerto e privo di garanzie. L'accantonamento del sovra-rendimento in un fondo o in una riserva patrimoniale soggetta a vincoli discrezionali del concedente, peraltro, introduce un'interferenza rilevante sulla struttura finanziaria del concessionario, incrementando la rigidità della stessa, e incidendo formalmente sui patti sociali e le politiche di distribuzione degli utili spettanti agli azionisti</p> <p>Si evidenzia, in conclusione, che l'impianto delineato si allontana dai principi tipici della regolazione di tipo incentivante, propria del modello price-cap, orientato a promuovere l'efficienza gestionale e il conseguimento di risultati. Al contrario, l'introduzione di meccanismi che incidono <i>ex post</i> sulla redditività riconosciuta va nella direzione opposta, indebolendo la capacità del sistema regolatorio di stimolare comportamenti virtuosi. In un contesto già segnato da un aumento del profilo di rischio, tali misure rischiano di compromettere l'attrattività del settore per gli investitori, con potenziali ricadute negative sulla sicurezza della rete attuale e sulla sostenibilità degli investimenti futuri, sia nel breve che nel medio-lungo termine, a maggior ragione nel caso di infrastrutture <i>greenfield</i>.</p>
--	--	--	--	--

28	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 3, 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 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><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 3, 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><del>h) i costi connessi all'erogazione di liberalità, nonché i costi pubblicitari e di marketing che non derivino da obblighi normativi posti in capo ai concessionari;</del></p> <p><del>i) le spese di rappresentanza;</del></p> <p><del>j) oneri di qualunque tipo derivanti dall'inosservanza di norme e prescrizioni;</del></p> <p><del>k) oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi.</del></p>	<p>La delibera n. 75/2025 prevede una revisione più restrittiva dell'elenco dei costi operativi ammissibili, escludendo alcune voci che risultano attualmente riconosciute nei modelli regolatori vigenti. Tra le principali si segnalano: gli oneri processuali in caso di soccombenza, le liberalità e le spese di marketing non obbligatorie, le spese di rappresentanza, le sanzioni e le penali, nonché i costi connessi al recupero dei crediti da pedaggi non riscossi.</p> <p>L'esclusione di tali costi dal perimetro tariffario, in assenza di una puntuale analisi d'impatto e di un'adeguata motivazione sotto il profilo economico-regolatorio, rischia di comprimere in modo artificioso la base costi riconosciuta, con effetti potenzialmente distorsivi sulla redditività della concessione, non giustificati da considerazioni di efficienza gestionale.</p> <p>In quest'ottica, eventuali limitazioni alla riconoscibilità di tali costi dovrebbero essere oggetto di un'attenta valutazione, ed eventualmente accompagnate da meccanismi quantitativi di contenimento proporzionati, tali da preservare al contempo la sostenibilità operativa del concessionario e l'equilibrio complessivo del sistema tariffario.</p>
32	1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Valore di subentro</b></p> <p>6. In via eccezionale e per ragioni di</p>	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Valore di subentro</b></p> <p>6. In via eccezionale e per ragioni di</p>	<p>La delibera, con la Misura 32.1, introduce un limite generale alla determinazione del valore di subentro, fissato in misura pari a 1,6 volte l'EBITDA dell'ultimo esercizio completo di gestione. A riguardo, si ritiene necessario prevedere esplicitamente la possibilità di</p>

		<p>manifesta, oggettiva e documentata evidenza, la quantificazione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione è sottoposta dal concedente alle valutazioni dell'Autorità sulla base di motivata e documentata correlazione:</p> <p>a) alla necessità di assicurare la sostenibilità dei livelli tariffari praticati agli utenti;</p> <p>b) al mantenimento, per l'intera durata della concessione, dell'equilibrio economico-finanziario;</p> <p>c) alla necessità di evitare l'insorgere di una barriera all'ingresso di nuovi operatori al momento del riaffidamento della concessione, a vantaggio del concessionario uscente. Ai fini dell'applicazione di tale criterio, il rapporto fra il valore di subentro e l'EBITDA (Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization) del concessionario, valutato all'ultimo intero anno di gestione, non deve superare il valore di 1,6.</p>	<p>manifesta, oggettiva e documentata evidenza, la quantificazione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione è sottoposta dal concedente alle valutazioni dell'Autorità sulla base di motivata e documentata correlazione:</p> <p>a) alla necessità di assicurare la sostenibilità dei livelli tariffari praticati agli utenti;</p> <p>b) al mantenimento, per l'intera durata della concessione, dell'equilibrio economico-finanziario;</p> <p>c) alla necessità di evitare l'insorgere di una barriera all'ingresso di nuovi operatori al momento del riaffidamento della concessione, a vantaggio del concessionario uscente. <del>Ai fini dell'applicazione di tale criterio, il rapporto fra il valore di subentro e l'EBITDA (Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization) del concessionario, valutato all'ultimo intero anno di gestione, non deve superare il valore di 1,6.</del></p>	<p>derogare a tale limite nei casi in cui risulti non coerente con le condizioni economico-finanziarie della concessione, lasciando spazio a valutazioni caso per caso, fondate sulle specificità del singolo rapporto concessorio, al fine di evitare un irrigidimento eccessivo del modello regolatorio.</p> <p>Tale esigenza si manifesta in particolare laddove la dinamica tariffaria adottata – pur nel rispetto dei principi di sostenibilità per l'utenza, come previsto dalla Misura 32-quater – non consenta il pieno recupero degli investimenti effettuati. In questi casi, l'applicazione automatica del moltiplicatore potrebbe compromettere l'equilibrio economico-finanziario della concessione e disincentivare la realizzazione di interventi infrastrutturali, soprattutto quando si tratta di opere complesse e ad elevata intensità di capitale.</p>
32	1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di remunerazione del capitale</b></p> <p>8. I costi di remunerazione del capitale sono determinati:</p> <p>a) per le immobilizzazioni in esercizio,</p>	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p><b>Costi di remunerazione del capitale</b></p> <p>8. I costi di remunerazione del capitale sono determinati:</p> <p>a) per le immobilizzazioni in esercizio,</p>	<p>Non si concorda con la previsione di remunerare il valore di subentro al WACC utilizzato nel PFR, decurtato di un fattore correttivo pari al 20% dello stesso WACC. Tale previsione introduce un elemento di forte discontinuità rispetto ai principi di orientamento al costo e neutralità economico-finanziaria che hanno finora orientato la regolazione del settore:</p>

	<p>nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario, afferenti al CIN ante, in misura pari al TIR previgente di cui alla Misura 17, 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 40, 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 finanziario, afferenti al CIN post, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito [...], 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</p>	<p>nonché per quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario, afferenti al CIN ante, in misura pari al TIR previgente di cui alla Misura 17, 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>TIR previgente di cui alla Misura 17</b><del>tasso di remunerazione del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 40, punto [...]</del> 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 finanziario, afferenti al CIN post, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito [...], 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</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Il valore di subentro riflette investimenti già effettuati, esposti a rischi operativi e di disponibilità analoghi a quelli associati alla restante quota di Capitale Investito Netto non legata al subentro. L'applicazione di una remunerazione differenziata – e in particolare inferiore rispetto a quella prevista per il CIN – comporta una rappresentazione distorta del reale profilo rischio/rendimento dell'investimento, con il rischio di introdurre effetti disincentivanti, soprattutto nei confronti di interventi caratterizzati da elevata complessità e significativo contenuto industriale.</li> <li>- La previsione di remunerare al WACC ridotto del 20% il CIN, per la parte riconducibile al valore di subentro, avrebbe peraltro l'effetto di ridurre il rendimento ex ante della concessione al di sotto del WACC, determinando il disequilibrio della concessione già in via previsionale. Tale disposizione sarebbe in contrasto con le prescrizioni per l'equilibrio economico finanziario previste nelle Linee Guida ANAC n. 9 e nel contratto standard approvato da ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato, nonché con le condizioni di equilibrio economico-finanziario stabilite dalla stessa Autorità nella Misura 25. La verifica dell'uguaglianza tra TIR di Progetto e WACC, nonché tra TIR dell'Equity e Ke richiede necessariamente che la remunerazione di tutto il CIN, inclusa anche la parte riconducibile</li> </ul>
--	--	--	--

	<p>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 (<i>RTV</i>) di cui alla Misura 40, punto 9 [...] a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce.</p> <p>c) per le immobilizzazioni in corso assoggettate ad ammortamento a vite utili regolatorie ovvero di cui al punto 7, in misura pari al costo ammesso sul capitale di debito (<i>Rd</i>) [...], 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. [...]</p>	<p>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 <del>capitale investito di cui al Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. __/2025 valore di subentro (<i>RTV</i>) di cui alla Misura 40, punto 9 [...] a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce.</del></p> <p><del>c) per le immobilizzazioni in corso assoggettate ad ammortamento a vite utili regolatorie ovvero di cui al punto 7, in misura pari al costo ammesso sul capitale di debito (<i>Rd</i>) [...], 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. [...]</del></p>	<p>all'eventuale Valore di Subentro, venga effettuata al tasso di congrua remunerazione (WACC o TIR).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Non appare inoltre supportato, né tecnicamente motivato, il fattore di riduzione applicato. Nella Relazione Illustrativa non è fornita alcuna analisi comparativa o valutazione di impatto che giustifichi tale parametro, che risulta introdotto in modo del tutto discrezionale. L'effetto della misura risulta inoltre paradossale rispetto al rendimento complessivo consuntivabile sugli <i>asset</i> in concessione, in quanto in presenza di un valore di subentro elevato, la riduzione del 20% del rendimento sugli <i>asset</i> relativi al subentro determina una compressione implicita di tutto il profilo di redditività della concessione, non assolutamente correlato al profilo di rischio percepito dagli investitori.</li> <li>- La previsione non sarebbe inoltre coerente con quanto effettuato in altri settori regolati — tra cui quello aeroportuale regolato dalla stessa ART e alcuni comparti dell'energia regolati da ARERA — nei quali il valore di subentro non è oggetto di una remunerazione differenziata, ma è trattato con criteri di neutralità e simmetria, coerenti con la natura dell'investimento.</li> </ul> <p>Alla luce di quanto sopra, si ritiene essenziale riconsiderare il trattamento regolatorio del valore di subentro, prevedendo una remunerazione allineata a</p>
--	---	--	--

				quella del capitale investito netto. Qualsiasi misura che incida in senso peggiorativo sulla remunerazione di parte degli investimenti realizzati rischia di compromettere l'equilibrio economico-finanziario della concessione e la credibilità del sistema regolatorio nel suo complesso.
37	1	<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 28, 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>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><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 28, 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>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>La Misura in consultazione introduce alcune modifiche rilevanti ai criteri di determinazione dell'adeguamento tariffario annuale, che sollevano diverse perplessità sotto il profilo metodologico e regolatorio.</p> <p>In particolare, non si ritiene condivisibile 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 <b>correlazione diretta tra l'entità del ritardo e la riduzione della variazione tariffaria</b>, introducendo un principio di responsabilità presunta a carico del concessionario.</p> <p>In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>la Misura <b>inverte l'onere della prova</b>, 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 <b>aggravio procedurale rilevante e potenzialmente sproporzionato</b>, specialmente in contesti complessi o soggetti a interferenze esterne (ad</li> </ul>

	<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 15.8, lettera c, ovvero alle immobilizzazioni di cui alla Misura 15.7.</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 15.8, lettera c, ovvero alle immobilizzazioni di cui alla Misura 15.7.</p>	<p>es. ritardi autorizzativi o cause di forza maggiore);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si crea così un <b>rischio di distorsione sul piano della certezza e prevedibilità regolatoria</b>, che potrebbe indebolire gli incentivi all'investimento e compromettere la corretta allocazione del rischio.</li> </ul> <p>La nuova formulazione comporta inoltre un sostanziale inasprimento della penalità, che diventa ora direttamente proporzionale al valore degli investimenti non realizzati, senza essere più modulata dal tasso di remunerazione (WACC), come previsto nei modelli vigenti. A parità di ritardo, la penalità risulta quindi significativamente più onerosa rispetto al passato. La Relazione Illustrativa (pag. 25) si limita a menzionare la modifica del criterio di quantificazione, senza fornire alcuna motivazione né un'analisi d'impatto a supporto del cambiamento</p> <p>Questa impostazione risulta ancora meno giustificabile se considerata nel contesto più ampio delineato dalla delibera, che prevede un generale sbilanciamento nell'allocazione dei rischi in capo al gestore, e un progressivo irrigidimento delle regole di remunerazione degli investimenti. In tale contesto, un ulteriore rafforzamento del profilo sanzionatorio rischia di indebolire la sostenibilità economico-finanziaria della concessione e di compromettere la capacità degli operatori di programmare e realizzare gli interventi previsti.</p>
--	---	--	--

				<p>Infine, si segnala il rischio di sovrapposizione tra le nuove penalità regolatorie e gli strumenti già previsti in sede di convenzione, con conseguente duplicazione di misure correttive e riduzione della chiarezza e della prevedibilità del quadro regolatorio. Alla luce di quanto sopra, si richiede all'Autorità di rivedere il meccanismo proposto, al fine di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Assicurare un trattamento proporzionato e non ridondante, evitando duplicazioni regolatorie rispetto ad altri strumenti di controllo e penalizzazione già previsti nei sistemi concessori;</li> <li>• garantire la sostenibilità e l'equilibrio economico-finanziario della concessione, condizione essenziale per la bancabilità dei progetti e l'effettiva realizzazione delle opere infrastrutturali.</li> </ul>
38	1	<p><b>Poste Figurative</b></p> <p>[...]</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) componente di Poste Figurative <i>PFK</i>, ante correlata ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili</p>	<p>[...]</p> <p>La valutazione della neutralità economico-finanziaria delle poste figurative è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso scaturente dalla media dei tassi di remunerazione pre-tax di applicati rispettivamente a CIN Ante e CIN Post, ponderata sulla base del volume degli investimenti.</p> <p><del>Le Poste Figurative a credito ovvero a debito, sono riconducibili alle seguenti</del></p>	<p>Non si ritiene condivisibile la proposta di differenziare le poste figurative in una pluralità di sub-componenti, ciascuna soggetta a un proprio tasso di attualizzazione (WACC, inflazione, TIR); tale proposta rappresenta una significativa discontinuità rispetto al principio di neutralità economico-finanziaria su cui si fondano i modelli tariffari vigenti, oltre che una complicazione metodologica non giustificata da evidenze tecniche o regolatorie consolidate.</p> <p>In particolare, si rileva che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Il principio di neutralità richiede che le poste</li> </ul>

	<p>affendenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17;</p> <p>b) componente di Poste Figurative <i>FK,post</i> correlata ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16;</p> <p>c) componente di Poste Figurative <i>PFrem,ante</i> correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</p> <p>d) componente di Poste Figurative <i>PFrem,post</i> correlata alla somma dei costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</p> <p>e) componente di Poste Figurative</p>	<p><del>distinte sub-componenti, nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</del></p> <p><del>a) componente di Poste Figurative <i>PFK,ante</i> correlata ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17;</del></p> <p><del>b) componente di Poste Figurative <i>FK,post</i> correlata ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16;</del></p> <p><del>c) componente di Poste Figurative <i>PFrem,ante</i> correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</del></p> <p><del>d) componente di Poste Figurative <i>PFrem,post</i> correlata alla somma dei costi di remunerazione del capitale riferibili agli</del></p>	<p>figurative siano capitalizzate al medesimo tasso applicato al Capitale Investito Netto (CIN). Tale principio è stato ribadito in molteplici contesti istituzionali:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ nelle Linee guida ANAC n.9/2018 e nel contratto standard ANAC-RGS (2021), che prevedono che il TIR di progetto tenda al WACC e il TIR dell'equity al Re, presupponendo una capitalizzazione coerente delle componenti tariffarie;</li> <li>○ nella delibera CIPE n.39/2007, secondo cui il differimento nel riconoscimento tariffario di oneri ammessi deve essere compensato attraverso la capitalizzazione a un tasso congruo calcolato secondo la metodologia WACC/CAPM;</li> <li>○ nella giurisprudenza amministrativa (TAR Piemonte), che ha individuato nel c.d. blended rate – media ponderata tra TIR e WACC – il parametro più adeguato per garantire la neutralità finanziaria della regolazione.</li> </ul> <p>- La remunerazione delle poste figurative al WACC, come previsto nei modelli vigenti, non genera distorsioni. A titolo esemplificativo, un investimento di 100, capitalizzato al WACC, consente – a parità di ipotesi – la generazione di ricavi ex ante in valore attuale netto pari a 100.</p>
--	--	---	--

	<p><i>PFFK,crPF</i> correlata ai soli costi di rimborso del capitale riferibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17;</p> <p>f) componente di Poste Figurative <i>PFFrem,crPF</i> correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19. [...]</p>	<p><del>asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</del></p> <p><del>e) componente di Poste Figurative <i>PFFK,crPF</i> correlata ai soli costi di rimborso del capitale riferibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17;</del></p> <p><del>f) componente di Poste Figurative <i>PFFrem,crPF</i> correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19. [...]</del></p>	<p>Al contrario, la scomposizione proposta nella delibera, associata all'utilizzo di tassi inferiori (es. inflazione per la remunerazione), determina un valore inferiore a 100, compromettendo l'integrale recupero dell'investimento e quindi la neutralità finanziaria del meccanismo.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- L'impostazione proposta introduce inoltre un'elevata complessità applicativa, suddividendo le poste figurative in almeno sei sub-componenti, con diverse logiche di attualizzazione. Tale articolazione comporta difficoltà interpretative, oneri istruttori aggiuntivi e potenziali ambiguità nella predisposizione e valutazione dei PEF.</li> </ul> <p>L'applicazione di un tasso di attualizzazione inferiore al WACC genera inoltre, a parità di investimento, ricavi attesi ex ante inferiori, che compromettono l'equilibrio finanziario della concessione. Questo effetto è aggravato dalla rigidità nella gestione e nell'azzeramento dei saldi di poste figurative, con regole stringenti di priorità e allocazione che complicano ulteriormente l'attuazione del modello. Anche le misure indicate come "correttive" – come la verifica di equilibrio di cui alla Misura 25 – risultano più orientate all'estrazione di eventuali sovra-rendimenti che non alla tutela sostanziale dell'equilibrio finanziario.</p> <p>Alla luce delle considerazioni sopra esposte, si propone di mantenere il criterio vigente, secondo cui l'intero saldo delle poste figurative è oggetto di attualizzazione</p>
--	--	--	--

				<p>applicando un tasso pari alla media ponderata dei tassi di remunerazione <i>pre-tax</i> previsti per il CIN Ante (TIR) e per il CIN Post (WACC), con ponderazione sulla base del valore degli investimenti sottostanti.</p> <p>Tale approccio:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- assicura semplicità e replicabilità nelle istruttorie;</li> <li>- preserva l'equilibrio economico-finanziario della concessione evitando effetti regressivi sull'attrattività e la bancabilità degli investimenti.</li> </ul>
40	2.3	<p><b>Gearing</b></p> <p>Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o <i>gearing</i>, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>a) 50%, per tutte le imprese il cui <i>gearing</i> 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>b) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui <i>gearing</i> 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>Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o <i>gearing</i>, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p><del>a) 50%, per tutte le imprese il cui <i>gearing</i> 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>b) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui <i>gearing</i> 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</del></p>	<p>Si propone di fare riferimento esclusivamente al valore nozionale del <i>gearing</i>, pari al 50%, da assumere come valore target di settore sia per il calcolo del beta che per la ponderazione delle fonti di finanziamento.</p> <p>La metodologia proposta per il <i>gearing</i>, infatti, non risulta internamente coerente con quella proposta per il parametro beta, comportando 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 <i>gearing</i> 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 per gli operatori con maggior leva finanziaria.</p> <p>Tale asimmetria metodologica risulta particolarmente critica per quei concessionari che, nel rispetto degli</p>

		<p>Pertanto, l’Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p>	<p><del>WACC secondo queste due fattispecie.</del></p>	<p>obblighi convenzionali e per esigenze di esecuzione dei piani di investimento, si trovino – in specifici periodi tariffari – a registrare valori di gearing superiori alla soglia del 75%. Tali scostamenti sono generalmente riconducibili a condizioni eccezionali e temporanee, spesso legate all’avanzamento di importanti programmi infrastrutturali, e non riflettono una scelta strutturale di esposizione al rischio finanziario.</p> <p>Alla luce di quanto sopra, si propone che venga assunto come unico parametro di riferimento settoriale il valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerarsi quale valore target sia ai fini del calcolo del WACC, sia nell’ambito della ponderazione delle fonti di finanziamento. <b>Tale approccio garantirebbe maggiore coerenza metodologica e stabilità regolatoria, favorendo la bancabilità dei progetti e l’accesso al credito da parte dei soggetti affidatari, nonché l’attrattività del settore per i capitali privati.</b></p>
40	4	<p><b>Costo del debito</b></p> <p>Il costo ammesso sul capitale di debito è determinato come media ponderata tra:</p> <p>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</p>	<p>Il costo ammesso sul capitale di debito è determinato come media ponderata tra:</p> <p>a) il costo medio del debito di settore, calcolato mediante il metodo di calcolo diretto, sulla base dei valori contabili di bilancio – <b>inclusivi degli eventuali oneri accessori connessi alla copertura assicurativa sul rischio di oscillazione dei tassi (interest rate swap)</b> – redatto ai sensi degli articoli 2424 e 2425 del Codice civile, come media ponderata crescente del</p>	<p>Con riferimento al costo medio del debito di settore e al parametro benchmark per il debito, si rileva che la Misura in esame prevede l’esclusione dei dati di mercato più recenti disponibili alla data di stima. Tale impostazione appare criticabile alla luce dell’obiettivo di pervenire a una determinazione del WACC che sia effettivamente rappresentativa dell’evoluzione congiunturale dei principali indicatori finanziari. A tal fine, si ritiene più coerente e metodologicamente solida l’adozione dei dati riferiti agli ultimi trentasei mesi disponibili al momento della stima, anche qualora tali intervalli non coincidano con esercizi solari, qualora la</p>

	<p>degli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC:</p> <p>i) in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio;</p> <p>ii) escludendo i dati relativi alle concessioni scadute;</p> <p>iii) tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti. Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati;</p> <p>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;</p> <p>b) il costo del debito <i>benchmark</i>, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici <i>iBoxx</i> delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni,</p>	<p>valore annuo del rapporto tra oneri e debiti finanziari del settore autostradale, sulla base dei dati degli ultimi 3 anni <del>solari</del> precedenti l'anno di calcolo del WACC:</p> <p>i) in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio;</p> <p>ii) escludendo i dati relativi alle concessioni scadute;</p> <p>iii) <del>tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti.</del> Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati;</p> <p>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. <del>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;</del></p> <p>b) il costo del debito <i>benchmark</i>, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici <i>iBoxx</i> delle</p>	<p>stima non sia effettuata al 31 dicembre.</p> <p>In relazione al calcolo del costo del debito, si formulano alcune osservazioni puntuali. In primo luogo, si propone l'eliminazione del riferimento alla necessità di "tenere in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti", trattandosi di una specificazione ridondante, non essenziale alla corretta applicazione del criterio sottostante e potenzialmente ambigua nel suo tenore interpretativo.</p> <p>In secondo luogo, si esprime condivisione rispetto all'impostazione che contempla l'inclusione, nel calcolo, dei debiti infragruppo e verso i soci. Tuttavia, si segnala che la Relazione Illustrativa alla delibera n. 75/2025 prevede l'esclusione di tali voci laddove il tasso applicato risulti superiore di 50 punti base rispetto al costo del debito contratto con terzi. Tale previsione introduce un elemento di asimmetria regolatoria che non appare giustificato, e che potrebbe introdurre effetti distorsivi nella struttura finanziaria dei soggetti regolati. Si propone, pertanto, di superare tale vincolo, consentendo l'inclusione dei finanziamenti infragruppo indipendentemente dal relativo tasso di interesse. In ogni caso, si ritiene necessario chiarire che, qualora tali voci siano escluse dal computo degli oneri finanziari, esse debbano essere escluse anche dal totale del debito rilevante ai fini regolatori, al fine di mantenere coerenza tra numeratore e denominatore nel calcolo del Kd.</p> <p>Per quanto attiene alla definizione della voce "oneri finanziari", si evidenzia l'opportunità di assumere a</p>
--	---	---	--

		<p>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.</p> <p>Ai fini del 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 <i>benchmark</i> di cui alla lettera b) al 10%.</p>	<p>obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, relativo agli ultimi 3 anni <del>solari</del> precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come <del>mediana</del> <i>media</i> del valore annuo delle rilevazioni giornaliere.</p> <p>Ai fini del 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 <i>benchmark</i> di cui alla lettera b) al 10%.</p> <p><i>Ai fini del calcolo del costo medio del debito di settore saranno considerati inoltre gli oneri accessori legati direttamente alla accensione del debito/emissione obbligazioni (spese bancarie, legali, amministrative, ecc) in misura pari a 25 punti base.</i></p> <p><i>Il valore del Kd dovrà essere opportunamente aggiornato, in occasione della eventuale revisione del piano economico finanziario per la rideterminazione delle condizioni di equilibrio, al verificarsi di eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili non imputabili al concessionario che incidono in modo significativo</i></p>	<p>riferimento il totale degli oneri rilevati a bilancio secondo la contabilità civilistica, includendo al suo interno le seguenti componenti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i) oneri accessori connessi all'emissione del debito;</li> <li>ii) costi relativi a operazioni di copertura tramite strumenti derivati (hedging), con particolare riferimento ai casi di project financing;</li> <li>iii) variazioni del fair value e ogni altra posta assimilabile a oneri finanziari, come risultante dai bilanci dei concessionari.</li> </ul> <p>In tale prospettiva, si richiama la prassi regolatoria già consolidata in altri settori: si segnala, in particolare, che ARERA ha previsto un incremento del costo del debito pari a 25 <i>basis points</i> a compensazione dei costi di emissione (cfr. Allegato A alla Delibera 614/2021/R/com), mentre ART ha disposto, per il settore aeroportuale, l'inclusione esplicita di tali costi nel calcolo del Kd (Delibera 64/2014).</p> <p>Con riguardo all'utilizzo degli indici iBoxx, si propone di esplicitare che, nel calcolo del rendimento di riferimento, venga assunta la media aritmetica semplice dei rendimenti giornalieri relativi ai due indici di riferimento (con scadenza 7–10 anni e oltre 10 anni). In aggiunta, per quanto concerne il calcolo dei rendimenti annui, si ritiene preferibile – anche in un'ottica di semplificazione e trasparenza operativa – adottare la media dei rendimenti giornalieri in luogo della mediana. Tale impostazione trova fondamento nella natura altamente liquida dei</p>
--	--	---	--	---

			sull'equilibrio finanziario e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.	mercati obbligazionari di riferimento e nella distribuzione approssimativamente normale dei relativi rendimenti, circostanza che rende le due misure statisticamente allineate (E. F. Fama, <i>Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work</i> , <i>The Journal of Finance</i> , vol. 25, n. 2, May 1970).
40	6	<b>Risk free rate</b> Il <i>risk free rate</i> è determinato come media ponderata crescente del valore mediano annuo dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale rilevati dalla Banca d'Italia, su un orizzonte che copre gli ultimi 3 anni solari disponibili.	Il <i>risk free rate</i> è determinato come media ponderata crescente del valore <del>mediano</del> <b>medio</b> annuo dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale rilevati dalla Banca d'Italia, su un orizzonte che copre gli ultimi 3 anni <del>solari</del> disponibili.	<p>Con riferimento alla metodologia di stima del WACC, si evidenzia l'opportunità di adottare un criterio che consenta di rappresentare in modo più accurato e tempestivo l'evoluzione dei parametri di mercato. In tal senso, si ritiene preferibile fare riferimento ai dati relativi agli ultimi trentasei mesi disponibili alla data di stima, in luogo dei tre anni solari precedenti. Tale approccio consente di intercettare in maniera più aderente le dinamiche più recenti dei mercati finanziari, soprattutto nei casi in cui la data di stima non coincida con il termine dell'esercizio (31 dicembre), e risulta coerente con le finalità di aggiornamento periodico dei parametri di riferimento.</p> <p>In relazione al criterio adottato per il calcolo dei rendimenti giornalieri del BTP decennale su base annua, si propone di sostituire la mediana con la media aritmetica semplice. Tale modifica risponde a esigenze di semplicità operativa e coerenza metodologica, tenuto conto della natura altamente liquida dei mercati obbligazionari considerati e della distribuzione tendenzialmente normale dei rendimenti. In contesti di questo tipo, come noto in letteratura economico-finanziaria, media e mediana tendono a coincidere e la prima risulta generalmente preferibile ai fini del calcolo</p>

				di indicatori rappresentativi (cfr. E. F. Fama, <i>Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work</i> , <i>The Journal of Finance</i> , vol. 25, n. 2, May 1970).
40	8	<p><b>Beta</b></p> <p>Il parametro <math>\beta</math> rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l'impresa operante in un dato mercato. Tale valore è determinato come media semplice del valore degli asset beta delle aziende confrontabili (i cosiddetti comparables); tali coefficienti sono individuati sulla base di un'analisi di regressione che misura la correlazione del rendimento delle azioni dei comparables, singolarmente considerati, e i rendimenti di un indice di mercato europeo (STOXX Europe 600), misurati con frequenza giornaliera e rispetto ad un intervallo di riferimento triennale, per i 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC.</p> <p>Ogni singolo <i>equity beta</i> determinato per l'i-esima società comparabile (<math>\beta_e^i</math>) viene convertito in beta delle attività (c.d. <i>asset beta</i>, <math>\beta_a^i</math>), operando il c.d. <i>delevering</i>, in modo da ottenere dei parametri che riflettono il rischio sistemico delle imprese depurato del rischio associato al livello di leva finanziaria individuale (<math>D^i/E^i</math>) e dell'effetto della singola tassazione (<math>t^i</math>):</p>	<p>Il parametro <math>\beta</math> rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l'impresa operante in un dato mercato. Tale valore è determinato come media semplice del valore degli asset beta delle aziende confrontabili (i cosiddetti comparables); tali coefficienti sono individuati sulla base di un'analisi di regressione che misura la correlazione del rendimento delle azioni dei comparables, singolarmente considerati, e i rendimenti di un indice di mercato europeo (STOXX Europe 600), misurati con frequenza giornaliera e rispetto ad un intervallo di riferimento <b>di cinque anni, per gli ultimi cinque anni disponibili al momento della stima del WACC, triennale per i 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC.</b></p> <p>Ogni singolo <i>equity beta</i> determinato per l'i-esima società comparabile (<math>\beta_e^i</math>) viene convertito in beta delle attività (c.d. <i>asset beta</i>, <math>\beta_a^i</math>), operando il c.d. <i>delevering</i>, in modo da ottenere dei parametri che riflettono il rischio sistemico delle imprese depurato del rischio associato al livello di leva finanziaria individuale (<math>D^i/E^i</math>) e</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 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, come di seguito rappresentato.</p> <p>Al fine di garantire che la stima del WACC rifletta adeguatamente l'evoluzione recente dei parametri di mercato, si ritiene inoltre più appropriato utilizzare i dati riferiti agli ultimi cinque anni disponibili alla data di stima, in luogo dei tre anni solari. L'adozione di un orizzonte temporale più ampio consente infatti di attenuare l'influenza di eventi eccezionali e di migliorare la significatività delle stime, in particolare per quanto concerne il parametro beta. In tale prospettiva, si conferma l'opportunità di effettuare la stima del beta su un intervallo di cinque anni utilizzando dati giornalieri, in</p>

	$\beta_a^i = \beta_e^i \cdot 1 + (1 - t^i) * D^i/E^i$ <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, anziché la media semplice, sarà applicata la media ponderata in funzione del rischio registrato dal livello del singolo <i>asset beta</i> (<math>\beta_a^i</math>). Tale valore viene ritarato (c.d. <i>relevering</i>) sulla base della leva nozionale <i>benchmark</i> del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un <i>gearing</i> pari a 50%), finalizzata a tenere conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore: <math>\beta_e = \beta_a \cdot [1 + (1 - t) * D/E]</math></p> <p>I <i>comparables</i> sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità;</li> <li>b) essere quotate in borsa;</li> <li>c) avere disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo;</li> <li>d) avere rating creditizio di “<i>investment grade</i>”;</li> <li>e) essere operative principalmente nell'Unione Europea;</li> <li>f) non essere coinvolte in fusioni e</li> </ul>	<p>dell'effetto della singola tassazione (<math>t^i</math>):</p> $\beta_a^i = \beta_e^i \cdot 1 + (1 - t^i) * D^i/E^i$ <p>Gli equity beta sono calcolati con la cd. formula di Blume. Ai fini del delevering vengono utilizzati il valore di libro dell'indebitamento netto e il valore di mercato dell'equity.</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 media semplice, sarà applicata la media</del> ponderata in funzione del rischio registrato dal livello del singolo <i>asset beta</i> (<math>\beta_a^i</math>). Tale valore viene ritarato (c.d. <i>relevering</i>) sulla base della leva nozionale <i>benchmark</i> del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un <i>gearing</i> pari a 50%, <b>pari al valore nozionale applicato alle fonti di finanziamento per il calcolo del WACC</b>), finalizzata a tenere conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore:</p> $\beta_e = \beta_a \cdot [1 + (1 - t) * D/E]$ <p>I <i>comparables</i> sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità;</li> </ul>	<p>continuità con la metodologia attualmente adottata.</p> <p>Si ritiene inoltre opportuno che la stima del beta avvenga applicando la metodologia Blume adjustment, già impiegata da ARERA per le infrastrutture energetiche regolate (Documento per la consultazione 342/2024/R/com) e da altri regolatori europei, tra cui AGCom (Delibera 348/19/CONS).</p> <p>Con riferimento alla procedura di unlevering dell'equity beta delle società comparabili, si osserva che la proposta ART non specifica se i valori di debito e capitale proprio debbano essere considerati su base contabile o di mercato. Alla luce dell'evidenza teorica (cfr. S. C. Myers, F. Allen, R. A. Brealey, <i>Principles of Corporate Finance</i>, 13ª ed., pp. 509 e 531), si suggerisce di utilizzare il valore contabile del debito e il valore di mercato dell'equity, coerentemente con la prassi accademica e con l'obiettivo di rappresentare correttamente il rischio effettivo delle imprese.</p> <p>Con riguardo al campione di società comparabili, si evidenzia che quello proposto da ART include in larga parte imprese attive nel settore energetico, le quali operano in regime di assenza di rischio volume e sono interessate da recenti modifiche regolatorie (quali la transizione al modello TOTEX). Si ritiene pertanto più rappresentativo, ai fini della stima del beta, adottare un campione aggiornato comprendente operatori infrastrutturali del settore dei trasporti regolati, in particolare aeroporti europei, soggetti a rischio volume e a piani di investimento di rilevante entità. In tal senso, si</p>
--	---	---	--

	<p>acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico;</p> <p>g) essere operative in 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 <i>comparables</i> 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 salvaguardarne l’efficacia, la composizione di detto panel.</p>	Comparables	EIFFAGE	FERROVIAL	SNAM	TERNA	<p>b) essere quotate in borsa;</p> <p>c) avere disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo;</p> <p>d) avere rating creditizio di “<i>investment grade</i>”;</p> <p>e) essere operative principalmente nell’Unione Europea;</p> <p>f) non essere coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico;</p> <p>g) essere operative in 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 <i>comparables</i> selezionati sono i seguenti:</p> <p>[Si propone l’esclusione dalla tabella di Terna e Snam e l’inclusione di altre società operanti in settori regolati dei trasporti sul mercato europeo, quali gli aeroporti, che</p>	<p>propone di includere le seguenti società: Eiffage, Ferrovial, Vinci, Sacyr, Aena, ADP, Fraport AG.</p> <p>Si ribadisce infine l’esigenza di mantenere la coerenza con le precedenti delibere in merito all’orizzonte di stima del beta, così da assicurare continuità metodologica.</p> <p>Infine, considerato l’elevato profilo di rischio dei concessionari – legato sia alla dimensione dei piani di investimento sia alla natura greenfield di molte iniziative – si segnala l’opportunità di introdurre un adeguato riconoscimento di tale rischio, attraverso un aumento del valore del beta o, quantomeno, l’adozione del limite superiore del range stimato dall’Autorità.</p>
Comparables								
EIFFAGE								
FERROVIAL								
SNAM								
TERNA								

			rispettano i criteri stabiliti da ART]	
			L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardare l'efficacia, la composizione di detto panel.	
<b>TITOLO 5</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 5 – 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 propone di:</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 adeguato anticipo rispetto alla data di decorrenza, in modo da garantire un processo di recepimento ordinato e conforme;</li> <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>
--	--	--	--	--