

PEC

Spett.le

ART

Autorità di Regolazione dei Trasporti

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

e p.c. Spett.le

AISCAT

[direzione@pec-aiscat.it](mailto:direzione@pec-aiscat.it)

**Oggetto: osservazioni e proposte relative allo schema di atto regolatorio approvato con delibera ART 75/2025 - Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g), del D.L. 201/2011**

Si invia la presente per sottoporre all'attenzione dei competenti organi dell'intestata Autorità alcune osservazioni e proposte, concernenti le misure dello schema di atto regolatorio allegato alla delibera n. 75 del 15 maggio 2025 (allegato B CAV).

Come da indicazioni, tali osservazioni e proposte vengono inviate in formato tabellare editabile.

Si rimane in attesa di un cortese riscontro e si porgono i migliori saluti

Il Direttore Amministrativo e Legale

Dott. Nicola Pietrunti

(firmato digitalmente)

All. c.s.

AD/DAL/AG/TC/tc

Visto: G. Andrello

CA301

Concessioni Autostradali Venete - CAV S.p.A.  
via Bottegori, 64/A - 30175 MARGHERA (VE)  
Tel. +39 041.5497111 - Fax +39 041.5497285

R.I./C.F./P.IVA 03829590276  
Iscr. R.E.A. VE-RO-DL 0341881  
Capitale sociale: € 2.000.000,00 i.v.  
[www.cavspa.it](http://www.cavspa.it)



Misura N°	Titolo misura	Punto	Citazione del testo oggetto di osservazione/proposta	Breve nota illustrativa dell'osservazione/delle motivazioni sotse alle proposta di modifica o integrazione
25	Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione	3	<p><b>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)</b></p> <p>3. 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 tali 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>Si propone di espungere il limite del <math>\pm 10\%</math>, confermando la facoltà di aggiornamento delle previsioni di traffico. Risulta, infatti, evidente che lo schema di atto regolatorio introduce un forte limite alla possibilità di attualizzare le previsioni dei volumi di traffico alla base dei rapporti concorrenti già instaurati. Questa disposizione non tiene conto delle ipotesi (frequenti) in cui gli atti convenzionali sono stati stipulati sulla base di previsioni di traffico del tutto imparagonabili rispetto a quelle riferite a periodi successivi. Inoltre, una siffatta disposizione viene introdotta in un settore, come quello autostradale, che prevede aggiornamenti dei piani economici finanziari ogni quinquennio di durata del rapporto concorrente. Tale frequenza di aggiornamento è legata all'impossibilità oggettiva per gli operatori dello specifico settore (diversamente da quanto accade in settori diversi, quali ad es. quello ferroviario) di prevedere e controllare le variabili che connotano il modello di esercizio (in primis il traffico), che, a propria volta, dipendono anche da fattori macro-economici. Pertanto, sul punto si evidenziano delle criticità di tipo procedurale: non sembra coerente con la logica del sistema vincolare gli aggiornamenti delle previsioni di traffico a dati risalenti a ben 14 anni prima. Peraltra, in molti casi, i concessionari non potrebbero neppure tenere in considerazione previsioni di traffico, attualizzate in coerenza con l'effettivo andamento del mercato e recepite in PEF alla base di proposte di atti aggiuntivi già oggetto di istruttoria ministeriale. Risulta, inoltre, evidente come tali disposizioni mettano in discussione, in modo unilaterale e sostanzialmente retroattivo, le previsioni economiche e finanziarie sulla base delle quali i concessionari hanno inteso assumere il rischio operativo per i prossimi periodi regolatori e, pertanto, determinano una condizione di incertezza che rischia di compromettere la sostenibilità dei rapporti concorrenti.</p>
25	Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione	7 c)	<p>7 c) <b>Tasso interno di Rendimento dell'Equity (TIR Equity):</b> 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 dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, tenendo in considerazione il capitale proprio (Equity) permanentemente impiegato nell'iniziativa oggetto di concessione, inteso quale somma 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 con l'esclusione della quota parte di utile di esercizio deliberata ai fini della distribuzione ai soci a titolo di dividendo, e con inclusione dell'eventuale specifica riserva di cui alla successiva Misura 32-ter, punto 5.</p>	<p>In relazione a questa misura, si evidenziano le seguenti criticità:</p> <p><b>1. Periodo di riferimento per il calcolo del TIR Equity</b></p> <p>Nei documenti pubblicati si riscontrano due formulazioni non coerenti circa l'arco temporale da considerare per la determinazione del TIR Equity:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• lo schema AIR (analisi di impatto della regolazione) stabilisce a pag. 49/62 che il TIR Equity, che "indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti" venga calcolato "a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione";</li> <li>• al contrario, nella misura in commento si stabilisce che il TIR Equity, che "indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti" venga calcolato "dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione".</li> </ul> <p>Questa discrepanza tra i riferimenti temporali (inizio del primo periodo regolatorio contro data di applicazione della misura) non consente di individuare con certezza il momento iniziale da cui calcolare il TIR Equity, con implicazioni rilevanti sui valori attesi.</p> <p><b>2. Incertezza sui flussi da considerare e incoerenza con le grandezze di stock</b></p> <p>Il TIR Equity viene definito come il rendimento dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE – Free Cash Flow to Equity, pre dividend policy). Tuttavia:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Il riferimento al FCFE risulta generico e non accompagnato da una definizione operativa univoca all'interno del PEF.</li> <li>• Inoltre, tali flussi vengono messi in relazione con grandezze patrimoniali di "stock" (Capitale sociale, riserve, utili portati a nuovo, ecc.), cioè elementi rilevati in un preciso momento contabile, che non variano con la stessa logica temporale dei flussi di cassa.</li> </ul> <p>Alla luce di quanto sopra, si richiede di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• fornire un chiarimento univoco sul momento di avvio del periodo di calcolo del TIR Equity, specificando se debba coincidere con l'inizio del primo periodo regolatorio o con la data di effettiva applicazione della nuova misura.</li> <li>• Integrare nel documento uno schema di calcolo dettagliato del FCFE da utilizzare.</li> </ul>
36	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi	1	<p>È previsto un sistema penalizzante/premiale correlato alla valutazione della qualità dei servizi, impostato in funzione dell'eventuale scostamento registrato annualmente, per ciascuno degli indicatori specifici di qualità <math>I_{q,j}</math> definiti al punto 5, dei valori misurati a consuntivo rispetto ai corrispondenti valori di soglia, distintamente predefiniti ex ante, per ciascun periodo regolatorio, nel rispetto della presente Misura.</p>	<p>In relazione a questa misura, si osserva che, stante il presupposto di premialità, il meccanismo ivi previsto non dovrebbe concorrere ai raggiungimento dei limiti di rendimento ammesso sul capitale proprio (si veda la nuova misura 32-ter, introdotta dalla misura 25).</p>
37	Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti	1	<p><b>25.3 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> $Z(t+1) = (Ia,t^*) \bullet 5\% + (Ib,t^*) \bullet 5\%$ <p>dove</p> <p>(Ia,t*) 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>(Ib,t*) Indica, per investimenti in asset reversibili al termine del rapporto concorrente, la cui copertura del relativo capitale investito netto è garantita dal fondo di cui alla Misura 32-ter, l'ammontare degli investimenti non realizzati, cumulato fino all'anno t".</p>	<p>Si ritiene che la nuova misura 25.3 debba essere eliminata, in quanto le nuove misure 25.1 e 25.2, che indicano altre due subcomponenti tariffarie, garantiscono già una tutela adeguata per il concedente in merito all'attuazione degli investimenti. Inoltre, il monitoraggio degli investimenti non recuperabili a tariffa dovrebbe essere oggetto di separata contrattualizzazione, non oggetto di penalità. In generale, questo tipo di penalizzazioni possono essere accettate dai concessionari esclusivamente se correlate a profili di responsabilità contrattuale imputabili agli stessi; quindi, andrebbero escluse, dall'ambito di applicabilità delle stesse, tutte le ipotesi in cui eventuali ritardi nell'attuazione degli investimenti dipendano da fatti di terzi (ad es. la mancata o ritardata emissione di provvedimenti amministrativi da parte degli enti a vario titolo coinvolti) o comunque siano dovuti a elementi che sfuggono alla sfera di controllo del concessionario. Va poi evidenziato che l'introduzione di queste misure rischia di ingenerare una condizione di incertezza normativa che si trasferisce direttamente sulla c.d. bancabilità degli investimenti; infatti, gli stakeholders esterni (banche e fondi di investimento) a fronte dell'incertezza sulla riconoscibilità e/o penalizzazione tariffaria, potrebbero decidere di non finanziare più progetti già finanziati e/o nuovi progetti, con ricadute negative sull'intero settore. Sembra quasi superfluo sottolineare, infine, come un eventuale blocco degli investimenti penalizzerebbe direttamente l'utenza, perché, nei fatti, determinerebbe l'impossibilità di realizzare cantieri finalizzati alla manutenzione straordinaria e all'innovazione tecnologica delle infrastrutture.</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 sistematico;
- 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.

Sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:

Il campione di imprese comparabili utilizzato (es. SNAM, Terna) non riflette adeguatamente il profilo di rischio di un concessionario autostradale, esposto alla variabilità della domanda, a rischi di costruzione e a un contesto regolatorio meno stabile. Si ritiene più opportuno considerare comparables più affini, come operatori autostradali internazionali (es. Vinci, Sacyr) o aeroportuali. Anche la scelta di un orizzonte di stima di soli tre anni, anziché cinque come da prassi, aumenta la volatilità del parametro. Si propone di rivedere la metodologia introducendo: (i) un campione più coerente con il settore autostradale; (ii) un orizzonte quinquennale; (iii) un de-levering basato su debito netto e capitalizzazione di mercato, in linea con le prassi regolatorie internazionali.

**Tabella 3.** Comparables per il calcolo del parametro  $\beta^*$

Comparables
EIFFAGE
FERROVIAL
SNAM
TERNA

L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardare l'efficacia, la composizione di detto panel.