

Prot. n° 50207/25 BC PC MC
Funzione Legale e Affari Generali

Spett. Le
Autorità di Regolazione dei Trasporti
Via Nizza, 230
10126 Torino
pec: pec@pec.autorita-trasporti.it

Verona, 16 luglio 2025

AUTORITÀ DI REGOLAZIONE DEI TRASPORTI
E
Protocollo N. 0062449/2025 del 16/07/2025

OGGETTO: Definizione 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. Avvio del procedimento e indizione di una consultazione. Delibere n.74/2025 e 92/2025.

Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all'art. 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. Delibere n.75/2025 e n. 93/2025.

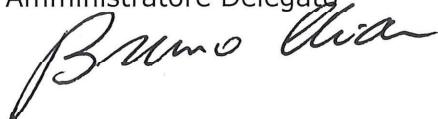
Spett. Le Autorità,

con riferimento alle Delibere di codesta Spettabile Autorità nn. 74/2025, 75/2025, 92/2025 e 93/2025, si trasmette in allegato il file in formato editabile .docx contenente osservazioni e proposte di Autostrada Brescia Verona Vicenza Padova S.p.A., formulate nell'ambito della consultazione pubblica indetta da Codesta ART in merito alla definizione e all'aggiornamento del sistema tariffario di pedaggio.

Confidando che i contributi forniti possano risultare utili ai fini dei procedimenti in oggetto, si porgono distinti saluti.

Bruno Chiari

Amministratore Delegato



Autostrada Brescia Verona Vicenza Padova SpA a socio unico Via Flavio Gioia, 71 37135 Verona
Capitale Sociale € 125.000.000 int. vers. C.C.I.A.A. VR n. 350682 C.F. e P. Ivan. 03614140238 Codice Destinatario B2K7HJZ
Tel. +39 0458272222 Fax +39 0458200051 www.autobspd.it autobspd@autobspd.it direzione@pec.autobspd.it
Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di A4 Holding S.p.A.

Oggetto: Osservazioni sull'Allegato A alla Delibera 75/2025 - documento "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"

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	Finalità del Sistema Tariffario [...]		<p>Considerazioni generali e principi regolatori</p> <p>La delibera n. 75/2025 (Delibera) introduce numerose modifiche significative al quadro regolatorio attualmente vigente per i concessionari autostradali, prevedendo numerosi meccanismi maggiormente penalizzanti o adempimenti regolatori più stringenti, che non si riscontrano in altri settori e non risultano in linea con la <i>best practice</i> regolatoria.</p> <p>Le novità introdotte portano a un sensibile sbilanciamento della matrice dei rischi rispetto al livello di remunerazione conseguibile dal concessionario, in alcuni casi violando il principio di neutralità economico-finanziaria e incidendo negativamente sulla stabilità e la prevedibilità di un quadro regolatorio di applicazione relativamente recente.</p>

				Quanto prospettato dalla Delibera va quindi a tradursi in un quadro regolatorio eccessivamente penalizzante, non in grado di favorire lo sviluppo e la realizzazione degli investimenti, né di attrarre i capitali necessari a finanziarli, in un momento cruciale per il rinnovamento e il rafforzamento della rete. La realizzazione degli investimenti è peraltro essenziale per garantire la sicurezza e l'adeguatezza dell'infrastruttura autostradale, di cui gli utenti beneficiano.
6	1 e 3	<p>Rilascio dei Pareri sugli aggiornamenti/revisioni del PEF e del PFR</p> <p><i>“Ai fini dell'esercizio delle prerogative dell'Autorità come definite all'articolo 14 della l. 193/2024, il concedente trasmette, entro il 30 agosto dell'Anno ponte con riferimento ad ogni periodo regolatorio, all'Autorità:</i></p> <p><i>a) il nuovo PFR e il nuovo PEF, elaborati dal concessionario sulla base del presente Sistema tariffario, rispettivamente per il nuovo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione.</i></p> <p><i>b) in caso di prima applicazione del Sistema tariffario con specifico riferimento a ciascuna delle concessioni</i></p>	<p>Si propone di sostituire l'attuale testo del Punto 3 con il seguente:</p> <p><i>“L'Autorità rilascia il parere vincolante di competenza entro 30 giorni dal ricevimento di tutte le informazioni pertinenti, decorrenti dal termine di cui al precedente punto 1. Resta inteso che laddove il Concedente dovesse trasmettere la documentazione di cui al punto 1 in data anteriore al 30 agosto dell'Anno ponte, l'Autorità rilascerà il parere entro 30 giorni decorrenti da tale data di trasmissione. In ogni caso, il termine può essere prorogato,</i></p>	<p>La Misura non esplicita, in maniera certa, quale sia la data di decorrenza del termine di 30 giorni entro cui l'ART è chiamata ad esprimere il proprio parere di competenza, oltretutto vincolante, sull'aggiornamento e sulla revisione del PEF e del PFR, non chiarendo se detto termine decorra dalla scadenza del 30 agosto dell'anno ponte ovvero dalla ricezione delle informazioni "pertinenti", peraltro non specificate dalla Misura.</p> <p>Appare dunque opportuno specificare nell'ambito del punto 3:</p> <ul style="list-style-type: none"> • che la data "ultima" di decorrenza del termine di 30 giorni in commento coincide con la scadenza del 30 agosto dell'anno ponte, ossia con il termine massimo entro cui il Concedente è tenuto a trasmettere all'Autorità la documentazione di cui al punto 1 della Misura; • chiarire la nozione di "informazioni pertinenti", e in particolare confermare se tale richiamo debba essere inteso – come si ritiene – quale rimando alla documentazione di cui al Punto 1. <p>Un simile intervento chiarificatore avrebbe l'effetto, positivo, di "irrigidire" l'obbligo posto in capo al Concedente circa la</p>

	<p><i>vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all'articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del medesimo decreto: i) un aggiornamento del PEF, elaborato dal concessionario sulla base del Sistema tariffario previgente, per il nuovo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, sulla base delle stesse assunzioni, in termini di investimenti programmati e di livelli di traffico stimati, adottate per il Piano di cui alla lettera a); ii) il calcolo, a cura del concessionario, del conseguente Tasso interno di rendimento previgente, valutato al 31 dicembre dell'Anno ponte; c) le proprie valutazioni sulla documentazione di cui alle precedenti lettere a) e b) “ (cfr. punto 1)</i></p> <p><i>“L'Autorità rilascia il parere vincolante di competenza entro 30 giorni dal ricevimento di tutte le informazioni pertinenti. [.....] (cfr. punto 3)</i></p>	<p><i>su richiesta dell'Autorità, di ulteriori 15 giorni per eventuali motivate esigenze istruttorie. Nel caso in cui le informazioni risultino incomplete, errate o inesatte, i suddetti termini si considerano sospesi fino al ricevimento della documentazione corretta e completa, fatto salvo l'eventuale esercizio dei poteri sanzionatori dell'Autorità”.</i></p>	<p>trasmissione, entro il termine in esame, della documentazione di cui al punto 1 e evitare scenari di slittamento dell'espressione da parte dell'ART del parere di propria competenza.</p> <p>Quanto sopra, nell'ottica di escludere il verificarsi di ritardi nella conclusione dei procedimenti di aggiornamento/revisione del PEF, che, come noto, hanno spesso caratterizzato l'intero settore autostradale negli ultimi anni provocando quale effetto diretto, tra gli altri, anche il blocco degli incrementi tariffari.</p>
--	--	--	--

7	1	<p>Rilascio dei Pareri sugli adeguamenti annuali dei livelli tariffari.</p> <p>La Misura 23 dell'Allegato A alla delibera n. 119/2017, la Misura 27 dell'Allegato A alla delibera n. 133/2018 e la Misura 26 dell'Allegato A alla delibera n. 119/2019 nonché la Misura 28 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 di cui alla Misura 22 sono sostituite dalla seguente:</p> <p><i>"1. Con particolare riferimento alla verifica dell'adeguamento annuale dei livelli tariffari nel corso del periodo tariffario, sulla base dei dati consuntivi e pre-consuntivi disponibili al 30 settembre di ogni anno, entro il 15 ottobre il concessionario formula al concedente, trasmettendola per conoscenza all'Autorità, la proposta di aggiornamento tariffario annuale comprensiva di tutte le informazioni necessarie per la determinazione delle pertinenti componenti tariffarie, comprendente la conseguente proposta di aggiornamento del PFR".</i></p>		<p>Si segnala la necessità di chiarire la nozione di "periodo tariffario", allo stato non esplicitata nell'ambito della Misura 2 così come in altra parte della Delibera.</p>
---	---	---	--	---

7	1	<p><i>Rilascio dei Pareri sugli adeguamenti annuali dei livelli tariffari.</i></p> <p><i>La Misura 23 dell'Allegato A alla delibera n. 119/2017, la Misura 27 dell'Allegato A alla delibera n. 133/2018 e la Misura 26 dell'Allegato A alla delibera n. 119/2019 nonché la Misura 28 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 di cui alla Misura 22 sono sostituite dalla seguente:</i></p> <p><i>"4. Entro 30 giorni dal ricevimento della documentazione relativa ai punti 2 e 3, l'Autorità formula eventuali rilievi al concedente, per i profili di propria competenza. Il termine può essere prorogato, su richiesta dell'Autorità, di ulteriori 15 giorni per eventuali motivate esigenze istruttorie e integrazioni documentali. Nel caso in cui le informazioni risultino incomplete, errate o inesatte, i suddetti termini si considerano sospesi fino al ricevimento della documentazione corretta e completa, fatto salvo l'eventuale</i></p>	<p>La Misura prevede, contestualmente:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) che entro il 31 ottobre ogni anno, il Concedente trasmette al concessionario e all'Autorità la documentazione di cui al punto 2 della medesima Misura, ossia gli esiti delle verifiche relative all'applicazione del meccanismo premi/penalità, all'applicazione del meccanismo dell'adeguamento tariffario e al ricalcolo delle poste figurative (cfr. punto 2); (ii) che entro il 15 ottobre di ogni anno, il concessionario trasmette all'Autorità <i>"l'eventuale conseguente aggiornamento del PFR"</i> (cfr. punto 3). <p>In tale contesto, si ritiene opportuno chiarire – con riferimento ad entrambe le date sopra indicate - le modalità di decorrenza del termine di cui al punto 4, secondo cui l'Autorità esprime eventuali rilievi <i>"Entro 30 giorni dal ricevimento della documentazione relativa ai punti 2 e 3"</i>.</p> <p>Per come attualmente formulata, la Misura presenta infatti dei profili di incertezza procedimentale in astratto incidenti su aspetti centrali del rapporto concesionario, come l'aggiornamento del PFR e l'adeguamento tariffario e delle poste figurative.</p>
---	---	---	--

		<i>esercizio dei poteri sanzionatori dell'Autorità".</i>		
25	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)</p> <p>[...]</p>	<p>Si propone di sostituire l'attuale testo del Punto 5 della Misura 32-bis con il seguente:</p> <p><i>"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. Resta comunque fermo, anche in tale ipotesi, il diritto del concessionario a chiedere la revisione del PEF al ricorrere delle condizioni di cui all'art. 192 del Codice, anche nei casi in cui la durata della relativa</i></p>	<p>Allocazione del rischio traffico</p> <p>Si rileva un'apparente contraddizione all'interno della Delibera con riferimento all'allocazione del rischio traffico in capo al concessionario, in quanto da un lato sembra essere previsto il reset quinquennale delle previsioni (Misura 2), mentre dall'altro è prevista l'allocazione del rischio traffico sulla base delle previsioni assunte in fase di gara per i primi 15 anni (Misura 25). Inoltre, le modifiche proposte scontano diverse criticità.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nel caso di previsioni di traffico fisse per un periodo di 15 anni, l'allocazione del rischio traffico interamente a carico del concessionario, lo esporrebbe a fattori di rischio al di fuori di qualsiasi sua capacità di previsione e gestione. • Il rischio traffico andrebbe allocato sul concessionario unicamente durante il periodo regolatorio quinquennale, con aggiornamento delle stime di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio, confermando l'attuale impostazione. • Anche per le concessioni vigenti per cui si è già concluso il terzo periodo regolatorio, l'introduzione di un limite all'aggiornamento delle stime con cadenza quinquennale (entro un massimo del +/-10% rispetto alle stime "assunte in fase di gara") rappresenta comunque un cambio significativo

		<p><i>concessione non ecceda i 15 anni</i>".</p>	<p>rispetto all'attuale sistema tariffario. In tal caso, stime di traffico passate diventerebbero vincolanti anche in ottica pro-futuro. Inoltre, il riferimento alle stime assunte in fase di gara non è univoco.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Si ritiene opportuno specificare espressamente e chiaramente nel testo della Misura che laddove la riduzione degli effettivi volumi di traffico rispetto ai valori riportati nell'apposito prospetto del PEF sia imputabile <i>"a eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili, ivi compreso il mutamento della normativa o della regolazione di riferimento, purché non imputabili al concessionario"</i> (cfr. art. 192, comma 1, del Codice), e non si verifichi dunque in <i>"in condizioni operative normali"</i>, il concessionario abbia diritto a richiedere la revisione del PEF. • La presenza del meccanismo di <i>revenue sharing</i> totalmente asimmetrico limita eventuali possibilità di <i>upside</i> per il concessionario, mentre mantiene (totalmente a carico del concessionario) l'esposizione a un potenziale rischio di <i>downside</i>, nonostante la stessa Delibera n. 62/2024 ("Documento VIR") avesse prospettato possibilità di cambi all'attuale meccanismo, sottolineandone possibili limiti.
--	--	--	---

25	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)"</p> <p>[...]</p>		<p>Verifica dell'equilibrio economico-finanziario</p> <ul style="list-style-type: none"> • Si rilevano una serie di criticità rispetto alle proposte della Misura 25, tra cui le seguenti. Assenza di un quadro metodologico chiaro per le modalità di implementazione. In particolare, riguardo a: <ul style="list-style-type: none"> ○ le modalità di calcolo dei benchmark di riferimento, con riferimento al rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e al costo dell'equity da valorizzare su più periodi regolatori successivi all'attuale; ○ la corrispondenza tra (i) il TIR di progetto e il rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e (ii) il TIR Equity e il costo dell'equity per l'intero periodo della concessione, date le misure prospettate riguardo a poste figurative e valore di subentro che, già <i>ex ante</i>, compromettono tale corrispondenza. • Orizzonte temporale di calcolo non rappresentativo della situazione reale, in quanto non considera flussi di cassa e investimenti del periodo antecedente all'applicazione della misura.
----	---	---	--	---

31	1	<p>Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili.</p> <p>Alla misura 14. 1 dell'Allegato A alle delibere di cui alla tabella 2 sono riportate le seguenti modificazioni:</p> <p>a) la lettera c) è sostituita dalla seguente:</p> <p><i>"c) per ciascun investimento:</i></p> <p><i>i) in presenza di un importo di spesa a consuntivo superiore al valore risultante dal progetto di fattibilità tecnica ed economica, il maggior costo si considera ammissibile esclusivamente qualora derivi da modifiche progettuali ammissibili ai sensi dell'articolo 189 del d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36. La prova della sussistenza di circostanze specifiche è posta a carico del concessionario, mentre il concedente verifica, di volta in volta, la veridicità dei presupposti di fatto;</i></p> <p><i>ii) in presenza di un importo di spesa a consuntivo inferiore al valore risultante dal progetto di fattibilità tecnica ed economica, fatte salve le variazioni regolatorie asseverate dal concedente –</i></p>		<p>La Misura non appare condivisibile, ancorando il valore degli investimenti ammesso a tariffa all'importo definito in sede di approvazione del PFTE.</p> <p>Il tutto, con effetti negativi sulla redditività dei concessionari, chiamati a "sostenere" ogni possibile incremento di costo registrabile in sede di sviluppo del progetto di livello esecutivo (l'unico, peraltro, sulla base del quale il concessionario realizzerà l'opera).</p> <p>La Misura aggrava dunque il rischio assunto dal concessionario, rendendolo eccessivamente penalizzante.</p> <p>Né, d'altro canto, tale rischio appare mitigato dalla previsione per cui <i>"il maggior costo si considera ammissibile esclusivamente qualora derivi da modifiche progettuali ammissibili ai sensi dell'articolo 189 del d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36."</i>, considerato l'onere probatorio posto in capo ai concessionari e la poca pertinenza delle disposizioni contenute nell'art. 189 del Codice rispetto alla fattispecie oggetto della Misura.</p>
----	---	---	--	---

		<p><i>nel rispetto della corretta allocazione del rischio operativo così come definita dalla Matrice dei rischi– il minor costo, come rilevabile dai prospetti di contabilità regolatoria a consuntivo approvati dall'Autorità, non si considera in alcun caso ammissibile e, nel caso abbia concorso alla determinazione ex ante dei livelli tariffari, determina l'insorgere di un debito regolatorio di pari importo, che assume la valenza di una componente di segno negativo nel calcolo del saldo di Poste figurative del primo anno del primo periodo regolatorio utile;”</i></p>		
32	1	<p>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>[...]</p>		<p>Quantificazione del valore di subentro</p> <p>Si ritiene fondamentale che il valore di subentro abbia qualificazioni tali da renderlo rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di <i>rating</i>. In linea di principio, questo aspetto dovrebbe essere integrato nel quadro regolatorio.</p> <p>Inoltre, il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, potrà essere definito come riferimento generale, ma lasciando comunque spazio a valutazioni caso per caso sulla base delle specificità di</p>

				ciascuna concessione , al fine di non irrigidire ulteriormente il modello regolatorio.
32	1	Criteri di determinazione dei costi di capitale [...]		<p>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</p> <p>In <i>primis</i> si sottolinea che le previsioni relative alle immobilizzazioni in corso (Misura 32.1, punto 7) non dovrebbero applicarsi agli interventi già oggetto delle convenzioni in essere, nemmeno se limitate al caso degli <i>asset</i> assoggettati al meccanismo di ammortamento secondo vite utili regolatorie.</p> <p>Infatti, il diverso trattamento degli <i>asset</i> sottoposti ad ammortamento secondo vite utili regolatorie per interventi già oggetto delle convenzioni in essere disincentiverebbe il ricorso a questa modalità di ammortamento.</p> <p>Più in generale, una diversa modalità di remunerazione del capitale per le immobilizzazioni in corso (LIC), applicando il costo del debito ammesso (Rd), non appare condivisibile.</p>
33	1	Tasso di remunerazione del capitale investito [...]		<p>Tasso di remunerazione del capitale investito (WACC)</p> <p>Le proposte della Delibera hanno un impatto limitato nel mitigare le criticità dell'attuale metodologia e in alcuni casi risultano in modifiche peggiorative, che accentuano l'applicazione di WACC diversi a investimenti sostenuti nello stesso anno, contrariamente</p>

				<p>a quanto auspicato nel Documento VIR. Per maggiori dettagli si rimanda inoltre alla risposta AISCAT alla delibera 140/2024.</p> <p>Inoltre, la metodologia di calcolo del WACC e i valori ottenuti risultano poco trasparenti, contrariamente alle valutazioni espresse nell'Analisi di Impatto della Regolazione (AIR).</p> <p>Infine, sebbene l'introduzione di un meccanismo di trigger sia, in principio, positiva, la soglia di attivazione elevata e l'unica finestra di verifica ne riducono significativamente la possibile efficacia.</p>
36	1, 2, 3, 4 e 5	<p>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</p> <p>[...]</p>		<p>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</p> <p>La proposta di ridurre significativamente il numero di aree tematiche e indicatori e la semplificazione dei meccanismi di attuazione del meccanismo premi/penalità rappresenta uno sviluppo positivo rispetto all'attuale quadro regolatorio.</p> <p>Al tempo stesso, non appare condivisibile il passaggio a un meccanismo penalità/premi asimmetrico, senza peraltro esplicitare alcuna motivazione alla base del cambiamento. Anche la formula di calcolo dei premi/penalità è costruita in modo asimmetrico, in quanto limita il valore massimo degli indicatori. Questa formulazione disincentiva i concessionari a migliorare la qualità e ad investire negli ambiti che genererebbero il maggior value for money per gli utenti.</p>

40	4	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p>Costo del debito</p> <p>La metodologia proposta elimina alcune delle criticità della metodologia attuale (ovvero il disallineamento temporale nel calcolo del premio al debito e il <i>cap</i> allo stesso premio al debito), tuttavia ne introduce o mantiene delle altre altrettanto significative. In primo luogo, il calcolo del costo del debito di settore effettuato sui dati di bilancio delle società risulta poco trasparente e non è replicabile. Inoltre, è soggetto ad aggiustamenti di carattere arbitrario non ripercorribili. In aggiunta, si ritiene che il semplice utilizzo di un indice iBoxx (il cui peso di 10% non è debitamente giustificato) non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani. Peraltro, andrebbero inclusi i costi di transazione e accensione del debito. Infine, l'utilizzo dei dati relativi agli “anni solari” per gli indici di mercato trascura un significativo numero di dati più recenti.</p>
40	7	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p>Equity Risk Premium</p> <p>La metodologia proposta manca di trasparenza e introduce diversi elementi di incertezza e di potenziale incoerenza con il calcolo di altri parametri. In particolare, la metodologia di calcolo, per come descritta nella consultazione, non è sufficientemente chiara sull'approccio effettivamente adottato, con potenziali criticità rispetto ad es. all'orizzonte di calcolo considerato nella ponderazione dell'<i>equity risk premium</i> e ai Paesi inclusi nel calcolo. Inoltre, andrebbe valutata la coerenza tra quanto proposto per il</p>

				calcolo dell' <i>equity risk premium</i> e il calcolo del tasso <i>risk-free</i> (sulla base dei titoli di stato italiani).
40	8	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito [...]		<p>Beta</p> <p>La metodologia proposta per il calcolo del <i>beta</i> presenta numerosi elementi di criticità.</p> <ul style="list-style-type: none"> Il campione di <i>comparables</i> include imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali, in particolare Snam e Terna, che sono sottoposte a un quadro regolatorio che riduce significativamente l'esposizione a diversi rischi rispetto alle autostrade italiane; e non sono quindi rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali. Inoltre non è chiarito il processo di selezione dei quattro <i>comparables</i>, escludendone altri potenzialmente più adatti, ad esempio altri operatori di concessioni autostradali quali Vinci e Sacyr, o le società aeroportuali, che sarebbero coerenti con i criteri individuali dalla Delibera e più rappresentativi del profilo di rischio delle autostrade. L'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente può condurre a maggiori fluttuazioni del <i>beta</i> tra un periodo regolatorio e l'altro. La mancanza di indicazioni chiare rispetto alle modalità di <i>de-levering</i> dei <i>beta</i> individuati per le società comparabili. Al

				<p>riguardo, la prassi regolatoria in materia è di effettuare il <i>de-levering</i> utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato delle imprese.</p> <p>Infine, come per altri parametri, l'utilizzo di un orizzonte temporale di tre anni solari esclude un significativo numero di dati più recenti e comporta un disallineamento temporale tra i valori catturati nel calcolo e quelli prevalenti nel mercato.</p>
40	9	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p>Remunerazione del valore di subentro</p> <p>Differenziare la remunerazione del valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando un tasso inferiore al WACC, presenta forti criticità. Peraltra, l'applicazione dello stesso tasso anche all'eventuale quota di valore di subentro correlata al CIN ante appare contrario al meccanismo di salvaguardia, che prevede la remunerazione del CIN ante al TIR.</p> <p>In primo luogo, la ricostruzione secondo cui “attualmente, non è prevista una remunerazione di detto valore di subentro” (Relazione Illustrativa, pag. 31) risulta estranea all'attuale regolazione e non è condivisibile (si veda ad es. la delibera n. 71/2019, Allegato A, Misura 2.16; o Misura 4.1, lettera b, e Misura 5 della stessa delibera).</p> <p>La modifica proposta comprometterebbe il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC regolatorio del settore. Peraltra, un diverso trattamento non è</p>

			<p>giustificato, in quanto gli investimenti riflessi nel valore di subentro, come gli altri, sono:</p> <ul style="list-style-type: none"> • finanziati tramite la struttura finanziaria adottata dal concessionario, facendo dunque ricorso tanto al capitale di debito, quanto al capitale proprio; • soggetti al rischio costruzione e a eventuali <i>cost overrun</i> che non sono riconosciuti. La remunerazione inferiore al WACC ne sottostimerebbe il corretto profilo di rischio/rendimento; • soggetti ai rischi di mercato. Il concessionario entrante sarà disposto al pagamento del valore di subentro solo se ritiene che la concessione presenti un rendimento atteso adeguato e pari, <i>ex ante</i>, al WACC di settore. <p>Infine, la misura risulta in sostanziale discontinuità con il quadro regolatorio vigente, implicando la violazione dei principi di orientamento al costo insiti nella regolazione, ed è inoltre in discontinuità con quanto applicato in altri settori regolati (incluso il settore aeroportuale).</p>
--	--	--	---