



Roma, 16 Luglio 2025

Spett.le

Autorità di Regolazione dei Trasporti

Via Nizza, 230

10126 – Torino (TO)

pec: pec@pec.autorita-trasporti.it

e, p.c.

Spett.le

Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti

Dipartimento per le infrastrutture e le reti di trasporto

Direzione generale per le autostrade e la vigilanza sui

contratti di concessione autostradale

Via Nomentana, 2 - 00161 Roma (RM)

pec: svca@pec.mit.gov.it

Spett.le

Società Autostrada Tirrenica p.A.

pec: autostradatirrenica@pec.tirrenica.it

Spett.le

Raccordo Autostradale Valle d'Aosta S.p.A.

pec: ravspa@pec.ravspa.it

Spett.le

Tangenziale di Napoli S.p.A.

pec: tangenzialedinapoli@pec.tangenzialedinapoli.it

Oggetto: Delibera n. 75/2025 – 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

Facendo riferimento alla delibera n. 75/2025 in oggetto, con la quale codesta Autorità ha indetto una consultazione pubblica – con scadenza 16 giugno 2025 e successivamente prorogata al 16 luglio p.v. – in materia di aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g), decreto-legge n. 201/2011, Autostrade per l'Italia S.p.A., anche in nome e per conto delle proprie società controllate (Raccordo Autostradale della Valle d'Aosta S.p.A, Società Autostrada Tirrenica S.p.A. e Tangenziale di Napoli S.p.A.), trasmette, all'interno del predisposto schema tabellare allegato, puntuali osservazioni sul contenuto della suddetta bozza di regolazione.

Occorre segnalare, preliminarmente, che l'impostazione posta alla base delle misure esaminate appare incompatibile con diversi principi fondanti del sistema autostradale in concessione. Per questa ragione, allo stato si è provveduto a compilare esclusivamente la colonna relativa alle osservazioni e non quella relativa alle proposte di modifiche testuali da apportare al documento oggetto di consultazione, che ad avviso della scrivente merita una significativa rimeditazione da parte di codesta Autorità, in primo luogo in relazione all'**assenza di adeguati ed efficaci misure a salvaguardia dei rapporti concessori in essere**, quale quello assentito alla scrivente e alle altre concessionarie del gruppo.

Al fine di assicurare certezza alle procedure di approvazione dei PEF attualmente in corso e di non penalizzare ingiustamente i concessionari per fattori al di fuori dal loro controllo, **per le concessioni i cui PEF e i relativi atti aggiuntivi sono attualmente in corso di approvazione, dovrebbero continuare ad applicarsi le regole vigenti**, scaturenti dai sistemi tariffari ART precedentemente approvati per ciascuna concessione, fino alla fine dei rispettivi periodi concessori, **preservando senza eccezioni gli effetti derivanti dalla clausola di salvaguardia prevista dalla medesima regolazione ART**, ovvero, nel caso della concessionaria scrivente dalla delibera 71/2019.

La necessità di non intervenire sulle procedure in corso di aggiornamento dei PEF che applicano la disciplina regolatoria vigente è ancora più evidente se si considera che l'intervento prospettato da codesta Autorità introdurrebbe un sostanziale stravolgimento a un sistema tariffario introdotto da poco più di cinque anni e che, allo stato, ha trovato solo parziale applicazione, senza che siano emerse esigenze o contingenze che ne rendano non rinviabile la modifica, salvo quanto previsto dalla medesima Autorità ad inizio 2024 con la delibera 15/2024.

Fermo restando quanto sopra, non si può non evidenziare come le disposizioni poste in consultazione, non considerino la necessità di bilanciare gli obiettivi di tutela degli utenti con quelli di garanzia dell'equilibrio economico finanziario dei concessionari in un quadro di regole chiare, stabili ed equilibrate. La documentazione sottoposta a consultazione è carente invece quanto all'analisi di impatto di molte delle misure proposte. Nello schema di Analisi di Impatto della Regolazione (AIR), infatti, non si rinvencono valutazioni quantitative, e gran parte delle valutazioni qualitative sono indirizzate esclusivamente alla tutela di prezzo per gli utenti, senza alcuna esplicitazione dei costi, anche amministrativi, e degli altri impatti – soprattutto in termini di finanziabilità degli investimenti – che finirebbero per gravare sui concessionari. **La tutela degli utenti non si consegue solamente con il**

contenimento dei livelli tariffari ma anche attraverso la realizzazione degli investimenti necessari ad assicurare la sicurezza e la piena funzionalità dell'infrastruttura assentita in concessione, investimenti che richiedono un quadro di regolazione stabile e sostenibile finanziariamente.

I principali profili di criticità delle misure proposte, che in molti casi si pongono in contrasto con i principi stessi che regolano il settore, sono i seguenti.

Innanzitutto, le misure proposte hanno l'effetto di **aumentare irrimediabilmente l'incertezza regolatoria**, in violazione del principio di stabilità del quadro regolatorio vigente, con tutto ciò che ne consegue in termini di difficoltà nel reperimento dei finanziamenti necessari allo svolgimento delle attività in concessione.

Questa incertezza regolatoria è palese in riferimento alle modifiche che impatterebbero sulle **previsioni di traffico**, il cui aggiornamento non avverrebbe più a cadenza quinquennale, come stabilito da codesta Autorità con la delibera n. 71/2019 (e più in generale con le altre delibere di approvazione del sistema tariffario ART definito nel 2019 per le diverse concessioni), ma che invece rimarrebbero ancorate alle stime iniziali per tutta la durata della concessione. Secondo la misura proposta, infatti, le previsioni di traffico non sarebbero più oggetto di aggiornamento nel corso della concessione, ad eccezione delle ipotesi in cui la durata della medesima ecceda i 15 anni e, in ogni caso, tramite una revisione nel limite del 10% rispetto all'originaria previsione. In questo modo però **gli effetti della misura retroagirebbero incidendo ex post l'assetto regolatorio definito nel 2019, fondato sul presupposto di un aggiornamento quinquennale delle assunzioni relative alle previsioni di traffico, che invece sarebbero ingiustificatamente irrigidite per l'intera durata residua della concessione.**

Analoghe considerazioni valgono per le modifiche **proposte in tema di calcolo delle poste figurative e del valore di subentro della concessione**, che hanno l'effetto di peggiorare significativamente le assunzioni poste alla base del rapporto concessorio, come definite all'esito dell'aggiornamento al sistema tariffario introdotto da codesta Autorità nel 2019. Quanto alle modifiche riguardanti il valore di subentro, si pongono anch'esse **in contrasto con il meccanismo di salvaguardia degli attuali sistemi tariffari, minando il patto regolatorio**. Quanto alla modalità di calcolo delle poste figurative non assicura la neutralità economico-finanziaria ponendosi in contrasto anche con quanto statuito dal TAR Piemonte, sentenza n. 1034/2022.

Come già segnalato, desta preoccupazione, ai fini di un ordinato svolgimento del rapporto concessorio, l'assenza di misure di salvaguardia in relazione ai rapporti concessori in essere, quale quello assentito alla scrivente, per i quali siano già scaduti il periodo regolatorio ed il termine per l'approvazione del nuovo PEF, ancora all'esame del Concedente. La previsione secondo cui le misure proposte entrerebbero in vigore al 1° gennaio 2026 potrebbe determinare – in assenza di misure di salvaguardia – l'eventualità di un ulteriore, grave ritardo nell'approvazione del PEF, cagionando un evidente e

ingiustificato pregiudizio al concessionario, incolpevole dei ritardi dell'amministrazione nella conclusione delle procedure approvative.

Infine, si registra un **significativo sbilanciamento della matrice dei rischi rispetto al livello di equa remunerazione conseguibile dal concessionario**, in violazione del principio di conservazione dell'equilibrio contrattuale, oggi sancito anche dall'art. 9, d.lgs. n. 36/2023. A fronte di questo sbilanciamento, con la gran parte dei rischi allocati sul concessionario, le possibilità di rendimento per quest'ultimo risultano fortemente compresse tramite l'apposizione di una serie rilevante di limiti. Può essere menzionato, a questo proposito, il meccanismo di *revenue sharing*, in relazione al quale emerge anche la contraddittorietà della proposta formulata da codesta Autorità, che nell'analisi di impatto della regolazione propedeutica alla proposta di misura suggeriva l'opportunità di valutare la possibilità di passare ad un sistema di *revenue sharing* simmetrico.

Lo squilibrio della matrice dei rischi risulta ancora più evidente da un raffronto delle misure proposte con quelle previste in altri settori regolati, ove non si riscontrano allocazioni dei rischi altrettanto sbilanciate sul concessionario. In ogni caso, negli altri settori sussistono meccanismi di flessibilità per mitigare il rischio, che tuttavia non sono stati considerati da codesta Autorità (analisi più dettagliate in allegato).

Questa divergenza rispetto agli altri settori infrastrutturali regolati risulta tanto più critica alla luce dell'esigenza del settore di attrarre capitali per finanziare importanti piani di investimento. Un tale sbilanciamento riduce infatti l'attrattività del settore autostradale italiano per investitori e finanziatori, con conseguente potenziale aumento dei costi effettivi di raccolta del capitale per i concessionari che, in ultima istanza, va a detrimento degli interessi degli utenti. **La regolazione prospettata, anziché ridurre il rischio, contribuendo alla riduzione del costo del capitale e supportando lo sviluppo e la realizzazione degli investimenti, lo aumenta, introducendo ulteriori gradi di incertezza in un quadro regolatorio, concessorio e di governance già articolato.**

A questo ingiustificato squilibrio si accompagna la previsione di meccanismi di riequilibrio economico-finanziario del rapporto concessorio ingiustificatamente orientati a sistematico danno della concessionaria. Tali previsioni, modificative di quelle precedentemente adottate, determinano – sia singolarmente che nel loro complesso – condizioni palesemente peggiorative per i concessionari autostradali (e segnatamente per ASPI minori ricavi da pedaggio stimati in almeno (*omissis*) di euro a valori nominali, che vengono così sottratti al finanziamento degli investimenti). Ne deriva un quadro nel quale il concessionario si assume i rischi ma gli vengono contestualmente precluse possibilità di *upside*, frustrando la logica del rapporto concessorio, **mettendo in discussione gli effetti della clausola di salvaguardia prevista dalla delibera 71/2019 e allontanando definitivamente il sistema regolatorio dalla logica di “regolazione incentivante” a cui il legislatore ha fatto riferimento, nel momento in cui ha identificato nel sistema di “price-cap” il criterio generale a cui la regolazione del settore autostradale deve orientarsi.**

Tenuto conto delle molteplici criticità sopra rappresentate, l'eventuale intervento di codesta Autorità dovrebbe al più svolgersi secondo modalità puntuali e mirate, finalizzate a specifiche modifiche dell'attuale sistema di regolazione delle concessioni in corso – come definito nelle delibere ART da 64/2019 a 79/2019 – riguardanti elementi ben circoscritti del sistema tariffario, come anche prefigurati da codesta Autorità nell'ambito delle preliminari valutazioni relative al sistema tariffario introdotto nel 2019, quali:

- la regolazione della qualità, a partire dalla proposta di ridurre le aree tematiche e gli indicatori su cui il concessionario sarà valutato e la semplificazione delle modalità di attuazione del meccanismo premi/penalità, con un meccanismo che non si fondi su una logica asimmetrica e modalità di calcolo delle penalità eccessivamente svantaggiose;
- la metodologia del WACC, focalizzando l'intervento sui profili di maggiore criticità, quali la discrezionalità della metodologia, la rigidità del modello, che porta a scostamenti anche significativi tra i valori applicati e i tassi di mercato, nonché l'applicazione di condizioni diverse a diversi concessionari a seconda dell'anno in cui comincia il periodo regolatorio; allo stesso modo si ritiene fondamentale superare l'incoerenza nell'approccio utilizzato per la definizione del *gearing* e del *beta* e procedere a una revisione dei *comparables* del *beta*, dato che non sono rappresentativi del rischio dei concessionari e la loro selezione non è stata adeguatamente motivata;
- la gestione del rischio traffico, introducendo un meccanismo simmetrico come suggerito anche nel documento VIR;
- le modalità di calcolo delle poste figurative, eventualmente recependo all'interno delle rispettive delibere dei sistemi tariffari le istruzioni operative già formulate con la delibera ART 15/2024, tenuto conto che comunque sarebbero già applicabili.

Alla luce di quanto precede, la scrivente trasmette qui allegate le proprie osservazioni in un'ottica di fattivo confronto e spirito di collaborazione ma, considerato lo stravolgimento delle regole tariffarie che codesta Autorità intenderebbe effettuare a distanza di pochissimi anni dalla loro complessa attuazione (intervenuta, allo stato, per ASPI e la sua controllata Tangenziale di Napoli s.p.a.), si vede costretta a valutare la possibilità di tutelare il Gruppo anche nelle opportune sedi giudiziarie, proponendo ricorso giurisdizionale per l'annullamento della delibera in oggetto.

Nel rimanere a disposizione per ogni confronto, l'occasione è gradita per porgere cordiali saluti.

Direzione Affari Regolatori
Direttore
(Andrea Oglietti)

Documento sottoscritto digitalmente

Osservazioni alla Delibera 75/2025: consultazione 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. Documento di 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	<p>Finalità del Sistema Tariffario</p> <p>2. Nel quadro di una regolazione orientata alla promozione di condizioni di effettiva concorrenzialità tra gli operatori del settore, alla garanzia della contendibilità delle concessioni autostradali per i mercati di riferimento, alla tutela della sostenibilità economica e finanziaria dello strumento concessorio, al potenziamento degli strumenti preventivi e successivi di incentivazione e verifica degli adempimenti e alla tutela di livelli adeguati di servizio e di investimento a favore degli utenti, il Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali persegue la finalità di assicurare, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, l’equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale, in ragione dell’effettivo rischio operativo assunto dal concessionario. [...]</p>		<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 (ad es. come definito nelle delibere dalla n. 64/2019 alla n. 79/2019 e seguenti), 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>In particolare, le novità introdotte portano a un sensibile sbilanciamento della matrice dei rischi rispetto al livello di remunerazione conseguibile dal concessionario. A fronte di un’allocazione di maggiori rischi sul concessionario, altre misure ne limitano ulteriormente il possibile rendimento, prevedendo limiti o tetti alle possibilità di <i>upside</i> e, in ultima istanza, incidendo sulla stabilità del quadro regolatorio e</p>

		<p>3. La corretta applicazione del Sistema tariffario è annualmente riscontrata dall’Autorità nell’esercizio delle proprie funzioni [...]. In particolare, a seguito della trasmissione del PEF e del PFR da parte del concedente, l’Autorità verifica le seguenti condizioni: [...]</p>	<p>sull’equilibrio economico-finanziario dei concessionari autostradali. Inoltre, si ritiene che alcune misure violino il principio di neutralità economico-finanziaria (<i>in primis</i> per il calcolo delle poste figurative e la remunerazione del capitale investito, in particolare per quanto previsto per l’eventuale valore di subentro e le immobilizzazioni in corso).</p> <p>Un confronto dell’allocazione dei rischi tra Concedente e concessionario (o più in generale tra utenti del servizio e soggetto regolato) in diversi settori infrastrutturali regolati a livello nazionale e internazionale – inclusi i settori ritenuti confrontabili dalla stessa ART in quanto considerati come <i>comparator</i> per il <i>beta</i> nella definizione del tasso di remunerazione del capitale – conferma questo sbilanciamento:</p> <ul style="list-style-type: none"> • nel complesso, nei settori regolati considerati non si riscontra un’allocazione dei rischi più (o altrettanto) penalizzante e sproporzionata rispetto a quella proposta nella Delibera. L’allocazione dei rischi e il livello di esposizione dei concessionari autostradali che ne deriverebbe pare quindi un <i>unicum</i>; • anche quando uno specifico rischio è allocato sul concessionario/soggetto regolato, nei settori analizzati sono tipicamente presenti strumenti e meccanismi di protezione in grado di mitigarne i potenziali impatti
--	--	--	---

				<p>(almeno in casi specifici), tramite <i>framework</i> regolatori più flessibili di quello delineato dalla Delibera.</p> <p>Nello specifico, l'analisi ha considerato il quadro regolatorio di Terna, Snam, aeroporti italiani, aeroporti francesi (Aéroports de Paris), aeroporti spagnoli (AENA), autostrade francesi, autostrade spagnole e autostrade portoghesi (Brisa). Per maggiori dettagli si rinvia all'allegato "Analisi comparativa della matrice dei rischi in diversi settori regolati".</p> <p>Più in generale, il sensibile sbilanciamento della matrice dei rischi prospettato nella Delibera si pone anche in contrasto con quanto previsto dal Decreto Legge 201/2011 (art. 37), che, definendo le funzioni di ART, richiama esplicitamente l'esigenza (tra le altre) di assicurare l'equilibrio economico delle imprese regolate nel definire – se ritenuto necessario – i criteri per la fissazione delle tariffe/canoni/pedaggi. Si sottolinea come questo richiamo è esplicitamente citato dalla stessa ART nella Relazione Illustrativa (pag. 14).</p> <p>Inoltre, quanto prospettato dalla Delibera, oltre a tradursi in una revisione profonda dell'attuale <i>framework</i> regolatorio, modifica, in alcuni casi in modo retroattivo, quanto precedentemente previsto, minando il patto regolatorio e incidendo negativamente sulla stabilità e prevedibilità della regolazione. Si pensi ad esempio alle seguenti misure:</p>
--	--	--	--	--

				<ul style="list-style-type: none"> • il meccanismo di recupero del sovra-rendimento, basato su un confronto con il costo dell'<i>equity</i> ammesso (Misura 25.1), che mette in discussione gli effetti del c.d. meccanismo di salvaguardia dell'attuale sistema tariffario, secondo cui le opere realizzate o in corso di realizzazione sono remunerate al tasso interno di rendimento (TIR) previgente al fine di tutelare gli investimenti già assentiti prima dell'introduzione della regolazione ART; • la remunerazione di un eventuale valore di subentro a un tasso inferiore al WACC (o inferiore al TIR nel caso di <i>asset</i> relativi al CIN ante) è in antitesi rispetto ai principi di orientamento ai costi (e alla clausola di salvaguardia); • l'articolazione delle poste figurative e dei relativi meccanismi di recupero delle stesse, che precludono la possibilità di garantire il rispetto della neutralità economico finanziaria per i concessionari autostradali, a scapito dell'equilibrio dei contratti (Misura 38). l'articolazione delle poste figurative e dei relativi meccanismi di recupero delle stesse, che precludono la possibilità di garantire il rispetto della neutralità economico-finanziaria per i concessionari autostradali, a scapito dell'equilibrio dei contratti (Misura 38). • la previsione di rendere vincolanti per l'intera durata della concessione le proiezioni di traffico sviluppate numerosi
--	--	--	--	--

				<p>anni prima e attualmente destinate ad essere aggiornate con cadenza quinquennale, come anche la possibilità di aggiornarle all'interno di un intervallo di valori non necessariamente rappresentativo e sufficiente a cogliere le effettive variazioni del traffico dettate da elementi di natura esogena, al di fuori del controllo stesso dei concessionari (Misura 25.1).</p> <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.</p> <p>Gli operatori infrastrutturali operano infatti nell'ambito di mercati internazionali altamente competitivi, pertanto scostamenti ingiustificati rispetto al bilanciamento dei rischi e del livello di redditività conseguibile in altri settori infrastrutturali regolati riducono l'attrattività del settore autostradale per investitori e finanziatori, con conseguente potenziale aumento dei costi effettivi di raccolta del capitale.</p> <p>Ciò si pone in direzione contraria rispetto al ruolo che la regolazione può svolgere in termini di riduzione del rischio, a tutela – in ultima istanza – degli utenti. La costruzione di un quadro regolatorio stabile e prevedibile, riducendo la percezione del rischio, consente infatti di abbassare il costo di capitale per finanziare e realizzare gli investimenti. Un simile</p>
--	--	--	--	--

				<p>approccio sarebbe senz'altro preferibile, in quanto in grado di contemperare le esigenze delle diverse parti coinvolte e idoneo alla tutela dell'utenza, a differenza di un abbattimento indiscriminato e forzato dei rendimenti per gli operatori.</p> <p>Al contrario, questo secondo approccio, che la Delibera pare perseguire, per quanto potrebbe portare a una riduzione delle tariffe nel breve termine, aumentando l'incertezza e il rischio percepito, potrebbe tradursi in un aumento del costo del capitale degli operatori che, nel più lungo periodo andrebbe a detrimento degli utenti stessi.</p> <p>Inoltre, si sottolinea come la realizzazione degli investimenti è peraltro essenziale per garantire la sicurezza e l'adeguatezza dell'infrastruttura autostradale, di cui gli utenti beneficiano.</p> <p>Infine, alcuni dei cambi metodologici proposti aumentano l'incertezza a cui sono esposti i concessionari. Tra questi rientrano:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la mancanza di trasparenza sulle modalità di calcolo di alcuni parametri (ad es. il TIR <i>Equity</i>, le poste figurative, per le quali nella delibera in consultazione mancano di fatto gli schemi di calcolo, l'<i>Equity Risk Premium</i> e il costo del debito, come più approfonditamente evidenziato di seguito, Misure 25, 38, 40.7 e 40.4) e sui criteri per l'applicazione di alcune disposizioni (ad es. le valutazioni
--	--	--	--	--

				<p>dell'Autorità sulla quantificazione dell'eventuale valore di subentro (Misura 32.1, punto 6).</p> <ul style="list-style-type: none"> • previsioni contraddittorie all'interno della Delibera, ad es. rispetto alle tempistiche di aggiornamento delle proiezioni di traffico (Misure 2 e 25) e di verifica e ripristino dell'equilibrio economico-finanziario della concessione, o ancora il trattamento delle clausole di revisione dei prezzi all'interno del rischio costruzione (Misura 31 e Allegato W).
5	1, 2 e 3	<p>Entrata in vigore delle misure</p> <p>1. Le misure del presente provvedimento si applicano alle concessioni in essere attraverso atti aggiuntivi stipulati tra concedente e concessionario in occasione del primo aggiornamento o revisione del piano economico-finanziario del concessionario successivo alla data di adozione del presente provvedimento.</p> <p>2. Per le concessioni con periodo regolatorio in corso alla data di approvazione del presente provvedimento, ma con PEF non ancora definitivamente approvato ed efficace, le misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3 si applicano a partire dal 1° gennaio 2026.</p> <p>3. Per quanto riguarda la disciplina della remunerazione del capitale investito e della tenuta della contabilità regolatoria per le concessioni in essere, a decorrere dal 1°</p>		<p>Entrata in vigore delle nuove misure regolatorie</p> <p>Al fine di assicurare certezza alle procedure di approvazione dei Piani Economico Finanziari (PEF) attualmente in corso e di non penalizzare ingiustamente i concessionari per fattori al di fuori dal loro controllo, per le concessioni i cui PEF e i relativi atti aggiuntivi sono attualmente in corso di approvazione, dovrebbero continuare ad applicarsi le regole vigenti, scaturenti dai sistemi tariffari ART precedentemente approvati per ciascuna concessione, fino alla fine dei rispettivi periodi concessori, preservando senza eccezioni gli effetti derivanti dalla clausola di salvaguardia prevista dalla medesima regolazione ART.</p> <p>In caso contrario, i concessionari il cui PEF è in corso di approvazione sarebbero esposti a una ulteriore e significativa incertezza, con conseguenti ulteriori ritardi vista la sopravvenuta necessità di rivedere il PEF secondo le nuove</p>

		<p>gennaio 2026 si applicano le misure di cui al Titolo 4 e al Titolo 5.</p>	<p>disposizioni della Delibera nonostante l'iter di approvazione sia già stato avviato (da diversi mesi), e attualmente in corso.</p> <p>Al riguardo, si sottolinea l'importanza di evitare di vanificare il lavoro già svolto per la trasmissione del PEF e relativi materiali a supporto, sviluppati sulla base di ipotesi regolatorie diverse (secondo il quadro regolatorio in essere). Gli ulteriori ritardi e le incertezze che ne conseguirebbero sarebbero particolarmente dannosi nell'attuale contesto caratterizzato da importanti piani di investimento per l'ammodernamento e potenziamento della rete autostradale italiana.</p> <p>Inoltre, risulta di fondamentale importanza evitare che i concessionari siano soggetti a un quadro regolatorio diverso (e penalizzante a seguito – tra le altre cose – del significativo sbilanciamento della matrice dei rischi prospettato dalla Delibera) a causa di ritardi nelle procedure di approvazione dei PEF, spesso al di fuori del proprio controllo.</p> <p>Le tempistiche per l'entrata in vigore dovrebbero da un lato evitare un'applicazione retroattiva delle nuove disposizioni (come anche richiamato nella Relazione Illustrativa, sezione A.1, pag. 15) e dall'altro garantire la certezza e stabilità regolatoria, nonché la sostenibilità e la bancabilità degli investimenti nel settore.</p> <p>Infatti, continue e sostanziali modifiche (di carattere penalizzante) del quadro regolatorio incidono negativamente</p>
--	--	--	--

				<p>sulla certezza e trasparenza della regolazione e comportano un ulteriore trasferimento di rischi sul concessionario, riducendone le capacità di finanziamento e disincentivando gli investimenti. Al riguardo, anche agenzie di <i>rating</i> come Moody's hanno evidenziato l'impatto negativo sulle capacità di finanziamento derivanti dall'incertezza regolatoria e dai ritardi nell'approvazione del PEF (si veda ad es., Moody's (2024), <i>ASTM S.p.A. Update following rating affirmation</i>, maggio; Moody's (2024), <i>Announcement of Periodic Review: Moody's Ratings announces completion of a periodic review of ratings of Autostrade per l'Italia S.p.A.</i>, novembre; Moody's (2025), <i>Announcement of Periodic Review: Moody's Ratings announces completion of a periodic review of ratings ASTM S.p.A.</i>, maggio).</p> <p>Allo stesso modo, cambi repentini del quadro regolatorio – come l'applicazione delle nuove misure previste dalla Delibera a partire dal 2026 – introducono forti discontinuità, che limitano la capacità di adattamento degli operatori nel breve termine, specie in un settore con elevati investimenti di capitale come quello delle autostrade.</p> <p>Infine, preme segnalare che quanto prospettato dall'Autorità nelle risposte alla richiesta di chiarimento n.2 di AISCAT, ossia di applicare all'interno dello stesso periodo regolatorio due regimi tariffari differenti tra di loro, comporta una difficoltà implementativa intrinseca che si tradurrebbe automaticamente</p>
--	--	--	--	--

				in un aggravio degli adempimenti regolatori, con effetti fortemente negativi per le tempistiche prospettate per l'aggiornamento dei PEF.
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>1. Il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario discende dalla corretta allocazione del rischio operativo in sede di conclusione del contratto per effetto delle clausole contrattuali. [...]</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 tale ipotesi, il concessionario può proporre una revisione delle stime di traffico a partire dalla conclusione del terzo periodo regolatorio, nei limiti del $\pm 10\%$ rispetto alle previsioni assunte in fase di gara, previa valutazione e approvazione da parte dell'Autorità.</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 <i>reset</i> quinquennale del traffico (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, anche con limiti agli aggiornamenti successivi fino al termine della concessione (Misura 25) e l'applicazione del meccanismo di <i>revenue sharing</i> (Misura 39). In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> All'interno delle Definizioni (Misura 2.1, punto 8), la Delibera definisce il "Periodo Regolatorio" come il periodo di cinque anni, al termine del quale è previsto l'aggiornamento del Piano Economico Finanziario (PEF) e del Piano Finanziario Regolatorio (PFR), <i>"anche correlativamente alla revisione dei parametri del price cap (tra i quali [...] le previsioni di traffico [...])"</i>. Alla Misura 25, la Delibera prevede l'allocazione del rischio traffico in capo al concessionario sulla base delle stime risultanti dalla procedura di affidamento per i primi 15 anni della concessione (e con limiti alle possibilità di

		<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>aggiornamento delle stesse stime a partire dal termine del terzo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione). Inoltre, fatto salvo quanto previsto dall'art. 192 del Codice dei Contratti Pubblici, la Delibera prevede l'assenza di diritto per il concessionario a richiedere la revisione del piano in caso di volumi di traffico effettivi minori rispetto alle previsioni.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alla Misura 39 viene confermato l'attuale meccanismo di <i>revenue sharing</i> in caso di ricavi effettivi superiori rispetto a quanto previsto <i>ex ante</i>, a scapito della redditività effettiva spettante al concessionario. Questo meccanismo asimmetrico non appare giustificato nel contesto di una piena allocazione del rischio traffico al concessionario per un periodo così ampio (almeno 15 anni, con limitate modifiche delle previsioni negli anni successivi fino al termine della concessione). • Inoltre, all'interno del testo consolidato (relativo al modello delle delibere dalla n. 64/2019 alla n. 79/2019) pubblicato dall'Autorità, alla Misura 5.8, rimane la previsione di un aggiornamento alla scadenza di ogni periodo regolatorio delle stime di traffico utili per il calcolo della tariffa unitaria media. Non è chiaro come questa disposizione si confronti con una revisione delle stime di traffico solo a partire dal termine del terzo periodo
--	--	---	--	--

				<p>regolatorio (quindi dal sedicesimo anno in poi) ed entro determinati limiti.</p> <p>Oltre alle contraddizioni presenti all'interno della Delibera, le modifiche proposte scontano diverse criticità. A tal proposito, si evidenzia quanto di seguito.</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'allocazione del rischio traffico interamente a carico del concessionario, per un periodo di 15 anni e con limitate possibilità di aggiornamento nel resto del periodo concessorio (visto il vincolo di scostamenti entro +/-10% rispetto alle proiezioni assunte in fase di gara fino al termine della concessione), lo esporrebbe a fattori di rischio al di fuori di qualsiasi sua capacità di previsione e gestione. Tale misura di allocazione del rischio traffico potrebbe essere presa in considerazione unicamente nel caso di affidamenti in gara ancora da effettuare, salvo comunque la necessità di meccanismi di salvaguardia in caso di forza maggiore. • Il rischio traffico andrebbe allocato sul concessionario solo (e al più) durante il periodo regolatorio quinquennale, prevedendo l'aggiornamento dei volumi di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio, ossia confermando l'attuale impostazione. Ciò sarebbe in linea con l'attuale sistema tariffario ART e maggiormente coerente con il principio secondo cui i rischi devono essere allocati sulla parte del rapporto contrattuale che è
--	--	--	--	---

				<p>maggiormente in grado di controllarli. Le previsioni di traffico nel medio-lungo periodo dipendono infatti, almeno in parte, da fattori macroeconomici e sociali non direttamente controllabili dai concessionari e non del tutto prevedibili, e che potrebbero cambiare, anche significativamente, nel corso del tempo (si pensi ad es. all'impatto del COVID-19).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sebbene la risposta alla richiesta di chiarimento n. 1 di AISCAT fornita l'8 luglio 2025 specifichi che, per le concessioni vigenti con durata superiore a 15 anni, la conclusione del terzo periodo regolatorio debba misurarsi a partire dalla data di decorrenza della concessione stessa, l'introduzione di un limite alla possibilità di aggiornamento delle stime con cadenza quinquennale (entro un massimo del +/-10% rispetto alle stime originarie) rappresenta comunque un cambio significativo rispetto all'attuale sistema tariffario, di cui la Delibera non fornisce alcuna motivazione né valutazione di potenziale impatto. • La presenza del meccanismo di revenue sharing totalmente asimmetrico, limita eventuali possibilità di upside per il concessionario, mentre mantiene (totalmente a carico dello stesso) l'esposizione a un potenziale rischio di downside. <p>Da un'analisi di diversi altri settori regolati in Europa (si vedano le osservazioni formulate alla Misura 3 per l'elenco dei settori</p>
--	--	--	--	--

				<p>analizzati e l'allegato "Analisi comparativa della matrice dei rischi in diversi settori regolati" per maggiori dettagli), non sembrano riscontrarsi altri casi in cui sussiste una combinazione analoga a quella proposta da ART per cui l'allocazione del rischio traffico/domanda interamente sul concessionario si combina con meccanismi finalizzati all'estrazione dei proventi di eventuali <i>upside</i>.</p> <p>Inoltre, con riferimento a questo ultimo punto, si rileva che lo stesso documento pubblicato dall'Autorità nell'ambito della delibera n. 62/2024, "Metodologia alla base dei sistemi tariffari di pedaggio relativi alle concessioni autostradali adottati dall'Autorità" (Documento VIR), ha sottolineato alcuni possibili limiti dell'attuale meccanismo di <i>revenue sharing</i> (par. E.1.3.6), quali in particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la possibilità che il funzionamento asimmetrico possa indurre i concessionari ad utilizzare previsioni di traffico prudenti (con impatti anche significativi sulla determinazione degli incrementi tariffari a riequilibrio del PFR); • la circostanza che la stessa asimmetria del meccanismo non ha consentito il suo utilizzo nel corso dell'emergenza COVID-19 a seguito di una significativa riduzione dei volumi di traffico (sebbene si tratti di una situazione straordinaria, non è comunque l'unica che negli anni ha
--	--	--	--	---

				<p>avuto impatti sul traffico, si pensi ad es. agli impatti economici della crisi dei <i>sub prime</i>).</p> <p>Alla luce di ciò, il documento VIR prospettava la possibilità di un cambio dell'attuale meccanismo di <i>revenue sharing</i>, anche valutando l'adozione di un meccanismo simmetrico. La Delibera ha invece confermato un meccanismo completamente asimmetrico, senza fornire motivazione alcuna del cambio di orientamento o del modo in cui la conferma dell'attuale meccanismo (eventualmente anche con altri strumenti) possa far fronte alle criticità individuate dalla stessa ART. Anzi, la Relazione Illustrativa (pag. 24) sottolinea come la natura asimmetrica del meccanismo <i>“risulta fondamentale per conservare in capo al concessionario il rischio derivante da eventuali cali/contrazioni della domanda di traffico”</i>.</p> <p>Il diritto alla revisione del PEF nei casi in cui 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 dei contratti pubblici) dovrebbe operare anche nell'ambito delle concessioni la cui durata (residua) sia inferiore a 15 anni.</p>
--	--	--	--	--

				<p>Le stime dei volumi di traffico potrebbero infatti cambiare significativamente, anche alla luce del processo di transizione e degli obiettivi sfidanti in materia climatica e di mobilità sostenibile. Si pensi ad es. alla Direttiva (UE) 2022/362 (direttiva Eurovignette), che prevede l'introduzione di oneri per i costi esterni legati all'inquinamento atmosferico, per incentivare trasporti più puliti ed efficienti. Un meccanismo regolatorio come quello prospettato dalla Delibera non presenta la necessaria flessibilità per consentire un adattamento alle eventuali nuove esigenze e cambi del contesto che dovessero emergere. Inoltre, avrebbe l'effetto paradossale di penalizzare i concessionari autostradali in modo proporzionale al successo di una politica pubblica con finalità ambientali.</p> <p>Inoltre, le modifiche prospettate riguardo la revisione delle previsioni di traffico, se applicate alle concessioni in essere come prospettato dalla Delibera, comporterebbero una significativa modifica del patto regolatorio alla base delle concessioni stesse. Il quadro regolatorio all'interno del quale il concessionario opera cambierebbe in modo imprevedibile rispetto a quanto definito in fase di aggiudicazione della concessione e/o in sede di ultimo aggiornamento del PEF (e relativo atto aggiuntivo), comportando una variazione della regolazione di fatto retroattiva (ovvero rendendo vincolanti, ai fini del massimo scostamento ammissibile, le proiezioni assunte in fase di gara) con un significativo trasferimento del</p>
--	--	--	--	---

				<p>rischio in capo al concessionario. Ciò sarebbe lesivo delle ragionevoli aspettative dei concessionari autostradali, impattando ulteriormente sulla prevedibilità e stabilità del quadro regolatorio.</p> <p>Tra l'altro, per le concessioni in essere il riferimento alle previsioni di traffico <i>“assunte in fase di gara”</i> non è univoco. Si sottolineano ad es. i casi di concessioni per le quali (i) i contratti non includono un riferimento a dati di traffico rinvenienti dalla gara, (ii) la gara si è svolta da oltre 15 anni e (iii) i cui dati di traffico rinvenienti dalla gara sono stati superati da successivi atti convenzionali / PEF in approvazione. Anche alla luce delle risposte alla richiesta di chiarimento n. 1 di AISCAT questo aspetto rimane aperto, non essendo disponibili al momento dettagli o possibili opzioni da applicare per queste fattispecie.</p> <p>Infine, in caso di concessioni di durata superiore ai 15 anni, la Delibera prevede la possibilità di rivedere le stime di traffico a partire dal termine del terzo periodo regolatorio, ma nei limiti di $\pm 10\%$ rispetto alle previsioni assunte in fase di gara. Tale soglia appare arbitraria e ingiustificatamente stringente, riferendosi a condizioni di traffico il cui andamento, su un simile orizzonte temporale, appare difficilmente prevedibile con tale accuratezza.</p> <p>Ciò appare ancora più problematico qualora le previsioni in parola dovessero applicarsi anche alle concessioni in essere</p>
--	--	--	--	---

				<p>come sembra prospettato dalla Delibera. In tal caso, infatti, le previsioni di traffico risulterebbero a stime svolte prima o a cavallo dell'emergenza COVID-19, ovvero a condizioni e aspettative future radicalmente differenti da quelle odierne.</p>
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>6. Nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF, l'Autorità, previa trasmissione da parte dell'ente concedente, verifica che il PEF elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio e in conformità al presente atto di regolazione, assicuri, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario. [...]</p> <p>7. La verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione avviene attraverso la</p>		<p>Verifica dell'equilibrio economico-finanziario</p> <p>La Misura 25 propone l'utilizzo di una serie di indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria per valutare l'equilibrio economico-finanziario della concessione. A tal proposito, si rilevano una serie di criticità che rendono difficile la realizzazione degli importanti piani di investimento previsti e compromettono eventuali risvolti positivi derivanti da quella che, in linea di principio, sarebbe un'evoluzione auspicabile nella regolazione. Difatti, l'assenza di chiarezza metodologica riguardo l'applicazione degli indicatori e del meccanismo di recupero del sovra/sotto-rendimento, aumentano la percezione del rischio per il concessionario e inficiano la certezza riguardo ai rendimenti attesi sugli investimenti (e al trattamento dell'eventuale <i>out/underperformance</i>), di fatto aggravando le condizioni di finanziabilità di piani di investimento di entità rilevante e con prospettive di lungo termine.</p> <p>In particolare, si segnalano le seguenti criticità.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Assenza di un quadro metodologico chiaro per le modalità di implementazione. Il calcolo degli indicatori e

	<p>valutazione periodica dei seguenti indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria, da riferirsi esclusivamente alle attività autostradali ed alle attività accessorie:</p> <p><i>a) Tasso interno di rendimento di progetto (TIR di progetto) [...]</i></p> <p><i>b) Return on Invested Capital (ROIC) [...]</i></p> <p><i>c) Tasso interno di rendimento dell'Equity (TIR Equity) [...]</i></p> <p><i>d) Debt service cover ratio (DSCR) [...]</i></p> <p><i>e) Loan life cover ratio (LLCR) [...]</i></p> <p>8. Ai fini della verifica di cui al punto 6, per ciascuno dei seguenti indicatori sono individuati i relativi margini di tolleranza, da assumere al netto degli effetti della Misura 27:</p> <p>a) TIR di progetto: da -70 a +120 punti base rispetto al WACC medio;</p> <p>b) TIR Equity: da -70 a +120 punti base rispetto al Re medio;</p> <p>c) DSCR: -0,1;</p> <p>d) LLCR: -0,3.</p>		<p>dei <i>benchmark</i> di riferimento appare in alcuni casi complesso. In particolare, si rilevano criticità, con riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ le modalità di implementazione di quanto proposto, ad es. rispetto alle modalità e alle ipotesi da usare per il calcolo dei <i>benchmark</i> di riferimento, in particolare rispetto al rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e al costo ammesso sul capitale proprio (costo dell'<i>equity</i>) da valorizzare su più periodi regolatori successivi all'attuale; ○ la corrispondenza rispettivamente tra (i) il TIR di progetto e il rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e (ii) il TIR Equity e il costo dell'<i>equity</i> per l'intero periodo della concessione, in presenza in particolare delle misure individuate dalla Delibera con riferimento alle poste figurative e l'eventuale valore di subentro (come chiarito in seguito). Infatti, per costruzione, il trattamento prospettato dalla Delibera per la remunerazione delle poste figurative e per l'eventuale valore di subentro crea una distorsione negativa della redditività della concessione rispetto al rendimento del CIN e quindi, già <i>ex ante</i>, compromette il rispetto dei criteri definiti nella stessa Delibera per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario (e potrebbe portare al risultato
--	--	--	---

				<p>paradossale di un rendimento inferiore rispetto alle soglie minime individuate da ART) .</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Delibera non esplicita la metodologia e il rationale per l'individuazione dei margini di tolleranza degli indicatori <i>benchmark</i>, in particolare per quanto riguarda il TIR di progetto e il TIR <i>Equity</i>. Allo stesso modo, non sono fornite indicazioni circa le motivazioni alla base dei margini di tolleranza prospettati. In prima battuta, la soglia prospettata per l'attivazione del recupero di un eventuale sovra-rendimento pare contenuta rispetto ad altri precedenti internazionali. <p>Non è altresì chiaro dalla Delibera se, affinché si possa concludere che la concessione è in equilibrio economico-finanziario, si debba garantire che gli indicatori finanziari siano contemporaneamente entro i margini di tolleranza ammessi indicati nella Delibera o se, piuttosto, solo uno di questi, nello specifico il TIR <i>Equity</i>, sia sufficiente ai fini della verifica.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Scarsa rilevanza di alcuni degli indicatori individuati. In particolare: <ul style="list-style-type: none"> ○ ROIC: non è compreso tra gli indicatori previsti nella relazione illustrativa del contratto <i>standard</i> per l'affidamento della progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche approvato dall'ANAC e
--	--	--	--	---

				<p>dalla Ragioneria generale dello Stato nel 2021 a cui fa riferimento il Documento VIR. Inoltre, sebbene la Relazione Illustrativa (pag. 15) preveda di affiancare il monitoraggio del ROIC a quello del TIR di progetto “<i>al fine di stemperarne i noti bias</i>”, non vengono chiarite nella Delibera le effettive modalità di valutazione del ROIC come strumento di verifica dell’equilibrio economico-finanziario. Ad esempio, la risposta alla richiesta di chiarimento n. 6 di AISCAT specifica che il tasso di riferimento da confrontare con i valori assunti dal ROIC è il WACC <i>post-tax</i>; tuttavia, un’uguaglianza tra i due tassi può essere verificata solamente a condizione di prevedere che le poste figurative siano comprese nel calcolo del ROIC e che le stesse e il valore di subentro siano remunerati ai tassi previsti nell’ambito del sistema vigente. Inoltre, il ROIC risente dei principi contabili adottati nella redazione del bilancio, rendendone necessaria una normalizzazione al fine di permettere un confronto tra aziende diverse.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ TIR Equity: richiede modalità operative di calcolo che, oltre ad essere poco chiare e a non considerare elementi basilari come l’impatto delle poste figurative (spesso significativo) e il valore di mercato del concessionario (non riflesso nel patrimonio netto), dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascun concessionario, in particolar modo relative a (i) il
--	--	--	--	---

				<p>valore dell'<i>equity</i> e (ii) i flussi di cassa disponibili per gli azionisti al fine di ottenere un indicatore significativo. Peraltro, il TIR <i>Equity</i> viene confrontato con il costo dell'<i>equity</i> regolatorio, che non tiene in considerazione la remunerazione di una parte – nel caso di ASPI non trascurabile – del CIN al TIR previgente (come previsto dal meccanismo di salvaguardia). Il costo dell'<i>equity</i> regolatorio non risulta quindi un <i>benchmark</i> attendibile per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario né un riferimento commisurato alla redditività “base” (ovvero prima dell'applicazione di eventuali premi/penalità) attesa per il concessionario. Ciò ha impatti particolarmente significativi e penalizzanti (come più approfonditamente spiegato di seguito).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Orizzonte temporale di calcolo non rappresentativo. La Delibera prevede che gli indicatori (ad es. TIR di progetto, ROIC e TIR <i>Equity</i>) debbano essere calcolati nel PEF riferendosi all'orizzonte temporale che va “<i>dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione</i>”. L'orizzonte temporale proposto porterebbe alla mancata considerazione dei flussi di cassa e degli investimenti relativi al periodo antecedente alla data di applicazione della presente misura e renderebbe
--	--	--	--	--

				<p>gli indicatori calcolati poco rappresentativi della situazione reale.</p> <p>Infine, si riscontra scarsa chiarezza sugli elementi da considerare per il calcolo degli indici, in particolare riguardo al <i>TIR Equity</i> e per il <i>Debt Service Coverage Ratio</i> (DSCR); anche per quest'ultimo si rilevano infatti disallineamenti rispetto alle modalità di determinazione previste attualmente dalle Convenzioni vigenti.</p>
25	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-ter (Meccanismo di recupero in relazione al rendimento ammesso sul capitale proprio)</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 (<i>Re</i> post tax), ovvero la possibilità che si verifichi una delle seguenti ipotesi:</p> <p>Sovra-rendimento: <i>TIR Equity</i> > <i>Re post tax medio</i> + (120 punti base)</p> <p>Sotto-rendimento: <i>TIR Equity</i> < <i>Re post tax medio</i> – (70 punti base)</p>		<p>Meccanismo di recupero del sovra-rendimento</p> <p>Come già rilevato al punto precedente, si ritiene che il parametro <i>TIR Equity</i> richieda modalità operative di calcolo che dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascun concessionario:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la presenza nel valore dell'<i>equity</i> di fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della concessione, variando in maniera significativa in base a (i) i principi contabili; (ii) eventuali rami di <i>business</i> ulteriori in cui la società è coinvolta; (iii) gli strumenti finanziari adottati dalla società; (iv) altri fattori temporanei; • i flussi di cassa disponibili per gli azionisti che, nel settore autostradale, possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria; le modalità di calcolo di tale parametro

	<p>Resta fermo che il Tir Equity a consuntivo, alla scadenza della concessione, deve tendere al Re.</p> <p>[...]</p> <p>3. La sussistenza di un eventuale sovra-rendimento rispetto a quello ammesso dall'Autorità, determina l'obbligo per il concessionario di accantonare, su base annuale a partire dalla prima annualità utile, quota parte dell'eventuale ammontare di sovra-rendimento, di cui al punto precedente, nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio di esercizio, in un fondo vincolato e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità: [...]</p> <p>4. Con riferimento alla finalità di cui al punto 3, lettera a), la mancata realizzazione degli investimenti, su base annuale, in attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere comporta un meccanismo di penalità in capo al concessionario così come definito dalla Misura 25.3.</p> <p>5. Il concedente, nel rispetto del vincolo di sostenibilità dei livelli tariffari per l'utenza di cui alla Misura 32-ter, può prevedere che il concessionario sia tenuto ad accantonare, su base annuale, in un'apposita riserva di patrimonio netto, distintamente indicata, quota parte dell'eventuale ammontare di sovra-rendimento, di cui al precedente punto, vincolata secondo le seguenti condizioni: [...]</p>	<p>individuate da ART sono dunque scarsamente rappresentative.</p> <p>Pertanto, come anticipato, il confronto del TIR Equity con il costo dell'equity regolatorio ai fini della determinazione di un eventuale sovra-rendimento non risulta in alcun modo condivisibile ed è contrario ai principi alla base del meccanismo di salvaguardia. Il costo dell'equity regolatorio non è infatti affatto rappresentativo della redditività associata alle concessioni esistenti in cui una parte del CIN è remunerata al TIR previgente.</p> <p>L'attuale sistema regolatorio, infatti, come riconosciuto nella Relazione Istruttoria della delibera n. 71/2019 (pag. 8), per <i>“salvaguardare le obbligazioni già sorte sotto il regime della pregressa regolazione”</i> prevede una remunerazione del CIN ante al TIR previgente, il quale inevitabilmente include, implicitamente, una diversa e superiore remunerazione dell'equity.</p> <p>La verifica del sovra-rendimento così definita, e le relative misure di claw-back, hanno quindi significativi impatti economici per i concessionari e neutralizzano, di fatto, l'implementazione del meccanismo di salvaguardia, minando il patto regolatorio. Ciò si pone in totale contrasto con le motivazioni alla base del meccanismo di salvaguardia stesso, ovvero <i>“assicurare ai concessionari il recupero degli investimenti già realizzati o realizzandi nel rispetto del livello di</i></p>
--	--	--

	<p>6. Resta fermo che l'ammontare dell'eventuale sovra-rendimento di cui al punto 10 non può essere utilizzato al fine di compensare eventuali extra-costi correlati a variazioni in aumento del costo dei lavori per le attività di progettazione, costruzione e manutenzione dell'infrastruttura autostradale, così come individuati nella convenzione di concessione e nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento.</p> <p>7. In caso di accertamento da parte dell'Autorità di sussistenza di un eventuale sotto-rendimento sul capitale proprio rispetto a quello ammesso dall'Autorità, il concessionario e il concedente, ai sensi dell'art. 192 del Codice, possono adire alla procedura di revisione del contratto di concessione nella misura strettamente necessaria a ricondurlo ai livelli di equilibrio, nel rispetto del rischio operativo a carico del concessionario, così come pattuito al momento della conclusione del contratto. [...]</p>	<p><i>redditività scaturente dall'applicazione dei sistemi tariffari previgenti"</i> (Relazione Istruttoria alla delibera n. 71/2019, pag. 5).</p> <p>Per quanto riguarda il valore dell'equity, peraltro, la Delibera (anche a seguito della pubblicazione della risposta alla richiesta di chiarimento n. 6 di AISCAT) non definisce in maniera sufficientemente chiara il concetto di "<i>capitale proprio (Equity) permanentemente impiegato nell'iniziativa oggetto di concessione</i>" da utilizzare ai fini del calcolo del TIR Equity (Misura 25.1, punto 7, lettera c). Non è inoltre chiaro se le voci di patrimonio netto da usare escludano riserve straordinarie o altre riserve direttamente collegate ai principi contabili internazionali (se applicati dai concessionari), o se si possano considerare eventuali voci di patrimonio netto utilizzate a copertura di eventuali perdite; da chiarire inoltre le modalità (di dettaglio) di determinazione del <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE) <i>pre-dividend policy</i>.</p> <p>Per quanto riguarda il meccanismo di recupero dell'eventuale sovra/sotto-rendimento, si sottolinea come la Delibera preveda una forte asimmetria tra i limiti posti all'<i>upside</i> (sovra-rendimento) e le scarse/nulle tutele in caso di sotto-rendimento. Inoltre, il trattamento del sovra-rendimento può portare all'applicazione di penali, aumentando ulteriormente i rischi in capo al concessionario.</p>
--	--	---

				<p>Si rileva inoltre che le modalità di ripristino dell’equilibrio economico finanziario in caso di disequilibrio negativo, pur mantenendo l’allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, dovrebbero considerare: (i) le discontinuità nei volumi di traffico e (ii) l’aumento dei costi operativi e di investimento.</p> <p>Il punto 5 della nuova Misura 32-ter prevede la possibilità di accantonare quota parte dell’eventuale “sovra-rendimento” in una riserva di patrimonio netto che diverrà disponibile al completamento di specifici investimenti. L'obbligo di creazione di una riserva incide impropriamente sulle scelte della struttura delle fonti di finanziamento del concessionario, già sottoposte a vincoli specifici definiti nel contratto di concessione. Quanto proposto irrigidisce quindi inopportunamente il quadro regolatorio.</p> <p>Si ritiene comunque opportuno fare chiarezza sulle modalità di applicazione degli accantonamenti ad un fondo vincolato a disposizione per specifiche finalità del Concedente, che deve essere effettuato anche tenendo conto del già menzionato stanziamento alla riserva di patrimonio netto.</p> <p>Infine, più in generale, meccanismi che limitano <i>ex post</i> la redditività estraendola, si pongono in contraddizione con la logica della regolazione incentivante rappresentata dal <i>price-cap</i>, di fatto andando dunque in contrasto anche con i principi generali cui rimanda la normativa primaria che ha definito i</p>
--	--	--	--	--

				poteri regolatori delle autorità indipendenti e di ART in particolare.
25	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-quater (Sostenibilità dei livelli tariffari)</p> <p>1. Il recupero dei costi ammissibili attraverso l'applicazione della tariffa unitaria media integrata di cui alla Misura 5 deve risultare compatibile con una condizione di sostenibilità dei livelli tariffari da parte degli utenti autostradali, durante il periodo concessorio residuo, tenuto anche conto del tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19.</p> <p>2. Al riguardo il concessionario, tenuto conto delle condizioni di mercato e avuto riguardo alle previsioni di traffico, ai fini delle verifiche dell'Autorità sul Sistema di pedaggio, è tenuto a fornire al concedente e all'Autorità medesima ogni possibile evidenza dell'elasticità della domanda retail in relazione alla variazione del pedaggio, con riferimento al periodo concessorio residuo, trasmettendo tra l'altro all'Autorità gli esiti di (i) analisi effettuate sulla base di idonei modelli di simulazione, e (ii) indagini dirette volte a determinare la funzione di domanda.</p>		<p>Sostenibilità dei livelli tariffari</p> <p>Da una parte la maggiore attenzione e il monitoraggio di ART rispetto alla sostenibilità tariffaria appaiono positivi, in quanto aumentano la trasparenza e potenzialmente riducono il <i>trade-off</i> riscontrato nelle approvazioni tariffarie tra sostenibilità finanziaria per il concessionario e sostenibilità tariffaria per gli utenti. Dall'altra aumentano gli oneri amministrativi/di <i>compliance</i> per i concessionari, che dovranno fornire evidenze puntuali sull'elasticità della domanda <i>retail</i> in relazione alla variazione del pedaggio sul periodo concessorio residuo.</p> <p>In particolare, la Delibera prevede che il concessionario è tenuto a fornire all'Autorità <i>“ogni possibile evidenza dell'elasticità della domanda retail”</i>, tramettendo <i>“tra l'altro”</i> gli esiti di analisi basate su idonei modelli di simulazione e di indagini dirette volte a determinare la funzione di domanda. Tuttavia, non specifica se saranno richieste anche ulteriori evidenze. È quindi fondamentale che gli oneri di <i>compliance</i> siano proporzionati ai benefici che ne conseguirebbero.</p>

		<p>3. Il concessionario tiene adeguatamente conto, nelle stime dei volumi di traffico, anche delle evidenze sull'elasticità della domanda retail di cui al punto 2.</p> <p>4. Nell'ambito delle procedure di approvazione, aggiornamento o revisione del PEF, al fine di rispettare il principio di sostenibilità dei livelli tariffari per gli utenti autostradali, l'ente concedente e il concessionario, nella definizione di un programma degli investimenti bilanciato, durante il periodo concessorio residuo, anche in relazione agli esborsi finanziari, tengono adeguatamente conto:</p> <p>a) delle stime dei volumi di traffico</p> <p>b) delle relative evidenze sull'elasticità della domanda di cui al punto 2,</p> <p>c) della disciplina dello strumento regolatorio delle poste figurative di cui alla Misura 26, nonché</p> <p>d) della disciplina dell'eventuale valore di subentro e del correlato criterio di ammortamento a vita utile tecnico-regolatoria di cui alla Misura 15.”.</p>		
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 apportate le seguenti modificazioni: a) La lettera c) è sostituita dalla seguente:</p>		<p>Quantificazione degli investimenti in beni reversibili</p> <p>In generale, si rileva che la Delibera determina un peggioramento della posizione del concessionario nella disciplina dell'allocazione del rischio di costruzione rispetto all'attuale quadro regolatorio e concessorio.</p>

	<p>“c) per ciascun investimento:</p> <p>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;</p> <p>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 – 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;” [...]</p>	<p>Infatti, in disparte la circostanza che gli attuali punti a) e b) della Misura 14.1 della delibera n. 71/2019 (e delle restanti delibere indicate nella Tabella 2) continuino a riferirsi al <i>“progetto definitivo”</i> (PD), abrogato nel Nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs 36/2023), il nuovo punto c) della stessa misura, come modificata dalla Delibera, fa riferimento al <i>“progetto di fattibilità tecnica ed economica”</i> (PFTE) per determinare il momento in cui viene fissato l’importo riconosciuto a fini tariffari per gli interventi da realizzare. Non può non rilevarsi che, la definizione dei costi ammissibili a riconoscimento tariffario sulla base del valore risultante dal PFTE espone il concessionario ad un rischio eccessivo ed irragionevole, visto lo stadio eccessivamente prematuro dello sviluppo progettuale, spesso molto antecedente rispetto sia alla procedura per l’affidamento del progetto, che viene svolta sulla base del progetto esecutivo, che ancor più rispetto all’effettiva realizzazione dell’intervento.</p> <p>La fissazione dell’importo di ciascuna opera in una fase tanto prematura non trova alcun fondamento normativo, nemmeno nell’attuale riforma del Codice dei contratti pubblici, che ha ridotto a due i livelli progettuali, ridistribuendo i contenuti del PD tra PFTE e Progetto esecutivo (PE), sicché non è possibile ritenere che il nuovo PFTE corrisponda <i>tout court</i> al vecchio PD. Pertanto, la modifica paventata dalla Delibera, ove confermata, determinerebbe un sostanziale deterioramento della posizione del concessionario con riguardo</p>
--	--	--

				<p>all'esposizione al rischio costruzione rispetto al previgente regime.</p> <p>Ciò è ancor più grave, poi, se si considera la complessiva riforma in chiave decisamente peggiorativa per il concessionario della disciplina dell'allocazione dei rischi, anche con specifico riguardo all'introduzione di una nuova ipotesi di formazione di un debito regolatorio per i casi di sovrastima dei costi dell'intervento. In altri termini, visto l'aggravio della posizione del concessionario sul versante dell'esposizione ai rischi, è ancor più necessario in questo sistema regolatorio fissare il momento per la definizione dei costi ammissibili a fini tariffari nella fase progettuale il più vicina possibile alla realizzazione dell'intervento, nella quale, pertanto, si possa disporre di numeri il più possibile realistici. Il Progetto esecutivo rappresenta quindi il momento rilevante per la determinazione dei costi ammissibili a fini tariffari degli interventi da realizzare.</p>
32	1	<p>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>La misura 15 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>[...]</p> <p>5. Per la determinazione dei costi di rimborso del capitale, calcolati annualmente a partire dalla consistenza delle</p>		<p>Ammortamento tramite vite utili regolatorie</p> <p>Si ritiene che il requisito di privilegiare specificamente gli <i>asset</i> con realizzazione prossima alla scadenza della concessione per la possibilità di applicare il criterio di ammortamento tramite vite utili regolatorie possa avere delle implicazioni distorsive in termini di equità intergenerazionale. Infatti, gli <i>asset</i> realizzati in prossimità della scadenza della</p>

	<p>immobilizzazioni, valutata al netto dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione di cui punto 6, si applicano i seguenti criteri:</p> <p>a) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante e al CIN post, al netto del valore di subentro determinato secondo i criteri di cui al punto 6, è interamente conseguito entro la scadenza della concessione e si basa sul metodo finanziario, con quote annue regolatorie da calcolare sull'investimento complessivo realizzato e da applicare pro-quota ai singoli asset, tenuto conto che l'ammortamento è ammesso solo per gli investimenti effettivamente iniziati, ossia in ragione dell'effettivo sostenimento della spesa prevista nel cronoprogramma degli investimenti.</p> <p>Le quote annue regolatorie scaturiscono dall'alternativa applicazione all'investimento complessivamente realizzato, debitamente motivata, di: (i) aliquote costanti; (ii) aliquote differenziate sulla base di criteri oggettivi che riflettano la vita economica del bene e il suo previsto utilizzo, da sottoporre alle valutazioni dell'Autorità.</p> <p>Al fine di porre rimedio ad eventuali fenomeni di discriminazione fra le concessioni in ragione del diverso valore assunto dal TIR previgente, il concessionario è tenuto, ai fini regolatori, a conseguire il completo</p>		<p>concessione non sono necessariamente quelli con una vita utile più estesa (di cui quindi godranno maggiormente gli utenti futuri). Di conseguenza, a seconda dell'interpretazione, tale previsione potrebbe comportare l'effetto paradossale di applicare un ammortamento entro la scadenza della concessione per <i>asset</i> che sarebbero utilizzati dagli utenti ben oltre tale termine, privilegiando l'adozione dell'ammortamento tecnico per <i>asset</i> la cui vita utile residua, alla scadenza della concessione, potrebbe essere invece inferiore.</p> <p>Inoltre, non si condivide quanto previsto dalla Delibera rispetto alle modalità di rimborso del capitale investito, con specifico riferimento all'ammortamento del CIN ante "in via prioritaria" rispetto all'ammortamento del CIN post. Tale criterio infatti andrebbe ad alterare l'applicazione e gli effetti della clausola di salvaguardia senza una adeguata motivazione o valutazione di impatto della proposta. In particolare si evidenzia come profili di ammortamento differenziati degli <i>asset</i> genererebbero significative discontinuità nell'ambito dei PEF dei concessionari con effetti retroattivi difficilmente quantificabili, data la scarsa trasparenza e consistenza della misura proposta.</p>
--	--	--	--

	<p>ammortamento degli asset reversibili afferenti al CIN ante in via prioritaria rispetto all'ammortamento del CIN post.</p> <p>b) nel rispetto di quanto previsto al punto 6 per il valore di subentro, il concessionario, per ragioni di manifesta, oggettiva e documentata evidenza, può sottoporre alle valutazioni dell'Autorità, per il tramite del concedente, l'applicazione, ad una parte delle immobilizzazioni riferibili ai nuovi investimenti in asset reversibili, del criterio di ammortamento basato sulla vita utile regolatoria degli asset. Salvo documentate eccezioni che potranno di volta in volta essere motivate dal concedente o dal concessionario, le vite utili regolatorie e le aliquote da utilizzare sono riportate nella seguente tabella. [..]</p> <p>Al fine di assicurare il pieno rispetto dei criteri di quantificazione dell'eventuale valore di subentro, di cui al successivo punto 6, il concedente seleziona gli asset reversibili a cui applicare il criterio di ammortamento basato sulla vita utile regolatoria privilegiando i nuovi investimenti la cui realizzazione è più prossima alla data di scadenza della concessione.</p> <p>Per ciascun asset assoggettato al criterio di ammortamento basato sulla vita utile regolatoria:</p> <p>i) l'ammortamento decorre a partire dall'annualità successiva a quella di rispettiva entrata in esercizio;</p> <p>ii) le immobilizzazioni in corso non generano costi di</p>		
--	--	--	--

		<p>rimborso del capitale fino alla rispettiva data di entrata in esercizio.</p> <p>c) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset non reversibili è riconosciuto in base ad aliquote tecniche-economiche stabilite in ottemperanza ai principi sanciti dal Codice civile, tenuto conto della vita utile e dell'eventuale valore residuo al termine della stessa.</p> <p>[...]</p>		
32	1	<p>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>La misura 15 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>[...]</p> <p>6. In via del tutto eccezionale e per ragioni di 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</p>		<p>Quantificazione del valore di subentro</p> <p><i>In primis</i>, si ritiene fondamentale che l'eventuale valore di subentro abbia qualificazioni tali da renderlo rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di <i>rating</i>, come già avviene per altri settori regolati.</p> <p>Si evidenzia infatti che il valore di subentro come oggi rappresentato non è tipicamente elegibile nei flussi finanziari da parte delle agenzie di <i>rating</i> ai fini della valutazione delle metriche creditizie; tale limitazione comporta quindi un considerevole appesantimento della struttura finanziaria. Il valore di subentro dovrà invece avere qualificazioni che lo rendano rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di <i>rating</i>, anche in termini di garanzie.</p> <p>Al fine di ovviare a queste criticità e rendere effettivamente il valore di subentro una possibile leva nella disponibilità di</p>

	<p>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 (<i>Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization</i>) del concessionario, valutato all'ultimo intero anno di gestione, non deve superare il valore di 1,6.</p> <p>La quantificazione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione:</p> <p>a) se coincidente con quanto già contenuto nel PEF relativo al periodo regolatorio precedente, è confermata, fatti salvi i vincoli richiamati nel presente punto;</p> <p>b) se differente rispetto a quanto già contenuto nel PEF relativo al periodo regolatorio precedente, è sottoposta dal concedente alle valutazioni dell'Autorità secondo le modalità e i criteri definiti nel presente punto 6, e si effettua separatamente per il CIN ante e il CIN post. Tale separata quantificazione, nel perseguire l'obiettivo del contenimento dei costi per gli utenti, tiene conto, oltre che dei criteri di cui alla di cui al presente punto 6, anche del livello del TIR previgente di cui alla Misura 17, raffrontato al tasso di remunerazione di cui alla Misura 16, conseguendo entro la scadenza della concessione – ove possibile – il completo ammortamento degli asset afferenti al CIN ante.</p>	<p>Concedente e concessionari è fondamentale che la regolazione sia opportunamente integrata per garantire la certezza delle modalità e delle tempistiche di incasso dell'eventuale valore di subentro (ad es. prevedendo l'asseverazione del valore di subentro e la conferma dello stesso da parte del Concedente su base annuale).</p> <p>Rispetto ai vincoli generalizzati prospettati per la quantificazione massima dell'eventuale valore di subentro, si ritiene che il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, potrà essere definito come riferimento generale, ma lasciando comunque spazio per valutazioni caso per caso sulla base delle specificità di ciascuna concessione, al fine di non irrigidire ulteriormente il modello regolatorio.</p> <p>Inoltre, rispetto alla quantificazione dell'eventuale valore di subentro, in linea con quanto indicato al punto precedente, non si condivide il vincolo “ove possibile” di un “completo ammortamento” degli asset afferenti al CIN ante entro la scadenza della concessione. In particolare, si rileva la mancanza di un approccio metodologico robusto per l'individuazione degli <i>asset</i> che potrebbero confluire nell'eventuale valore di subentro, in luogo del quale la Delibera sembra adottare criteri del tutto discrezionali. Tale discrezionalità è fortemente critica in quanto introduce ulteriori gradi di incertezza all'interno del quadro regolatorio,</p>
--	---	---

		[...]		<p>nonché elementi di potenziale discriminazione tra i diversi concessionari.</p> <p>Infine, la possibilità che, alla scadenza della concessione, l'eventuale valore di subentro possa essere rivisto rispetto a quanto previsto nel PEF relativo al periodo regolatorio precedente (in particolare per via di un diverso ammontare di investimenti – ma non in modo arbitrario/slegato dagli investimenti non ancora ammortizzati sottostanti), appare, in linea di principio, condivisibile. Tuttavia, l'Autorità non chiarisce come intenda svolgere le proprie valutazioni in merito alla quantificazione dell'eventuale valore di subentro. Si richiedono quindi ulteriori dettagli in merito, al fine di ridurre l'incertezza circa la possibile quantificazione dell'eventuale valore di subentro al termine della concessione.</p>
32	1	<p>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>La misura 15 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>[...]</p> <p>7. Per <i>asset</i> reversibili afferenti agli affidamenti relativi a nuove tratte autostradali ancora da realizzare (c.d. <i>greenfield</i>), indipendentemente dal criterio di ammortamento adottato, le immobilizzazioni in corso non</p>		<p>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</p> <p>In <i>primis</i> si sottolinea che le previsioni di cui al punto 7 della Delibera non dovrebbero trovare applicazione 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>Sebbene la non applicabilità delle nuove disposizioni relative alle immobilizzazioni in corso agli interventi oggetto delle concessioni in essere è stata confermata dalle risposte dell'Autorità alle richieste di chiarimento n. 7 e 8 di AISCAT, lo</p>

	<p>generano costi di rimborso del capitale fino alla rispettiva data di apertura al traffico.</p> <p>8. I costi di remunerazione del capitale sono determinati:</p> <p>[...]</p> <p>a) per le immobilizzazioni in esercizio, 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 (<i>RTV</i>) di cui alla Misura 40, punto 9 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025, 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 di cui al Titolo 4</p>	<p>stesso non si può dire degli <i>asset</i> oggetto delle concessioni in essere assoggettati ad ammortamento sulla base di vite utili regolatorie.</p> <p>Ciò rappresenterebbe una sostanziale modifica delle condizioni regolatorie che agirebbe in modo di fatto retroattivo su investimenti pianificati in base ad aspettative differenti sulla remunerazione del capitale, con impatti fortemente negativi sulla stabilità e certezza del quadro regolatorio.</p> <p>Inoltre, il diverso trattamento degli <i>asset</i> assoggettati ad ammortamento secondo vite utili regolatorie per interventi già oggetto delle convenzioni in essere disincentiverebbe il ricorso a questa modalità di ammortamento, privando gli utenti di uno dei pochi strumenti in grado di ridurre le tariffe nel breve termine (e assicurare una maggiore equità inter-generazionale) e i concessionari di una possibile leva di riequilibrio.</p> <p>Più in generale, una diversa modalità di calcolo dei costi di remunerazione del capitale per le immobilizzazioni in corso (LIC), applicando il costo del debito ammesso (<i>Rd</i>), non appare condivisibile.</p> <p>Secondo quanto descritto nella Relazione Illustrativa (pag. 20), la remunerazione dei LIC applicando il costo del debito si basa sul presupposto che i concessionari sostengano i costi di</p>
--	--	---

	<p>dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025, 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 (<i>RTV</i>) di cui alla Misura 40, punto 9 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025, 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>) di cui al Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025, 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>La remunerazione è ammissibile a condizione che, per ciascun intervento contenuto nel citato Programma degli Investimenti, le relative immobilizzazioni in corso si siano</p>	<p>investimento indebitandosi. Tale presupposto sembra prevedere un appesantimento dell'indebitamento dei concessionari e un maggiore ricorso alla leva finanziaria rispetto a quanto già fatto dai gestori, in contraddizione con quanto previsto da altre misure nella Delibera che invece sono improntate a disincentivare il ricorso alla leva finanziaria. La previsione sembra quindi in aperta contraddizione con quanto previsto altrove nella stessa Delibera (ad es. Misura 40.2 e 40.8).</p> <p>Inoltre, l'ipotesi di ricorso al solo capitale di debito per il finanziamento dei LIC oltre a non essere rappresentativa delle fonti di finanziamento utilizzate per la realizzazione degli investimenti, appare anche in contrasto con altri precedenti regolatori, tra cui alcuni della stessa ART (ad es. nella regolazione aeroportuale e nella regolazione ARERA per i servizi di distribuzione elettrica e gas, i LIC sono remunerati al WACC; per la trasmissione elettrica e gas invece il tasso per la remunerazione dei LIC è posto pari al WACC con un rapporto D/E pari a 4 ed è applicato per un massimo di quattro anni, salvo la possibilità di estendere la remunerazione per altri due anni in casi specifici).</p> <p>Non vengono quindi considerati nella remunerazione i rischi comunque connessi alla realizzazione degli investimenti. Oltretutto, le previsioni in materia di remunerazione dei LIC si inseriscono in un contesto già fortemente penalizzante in caso</p>
--	---	--

	<p>tradotte in stati di avanzamento lavori nel rispetto dei tempi ivi indicati per la rispettiva contabilizzazione.</p> <p>Resta fermo che, in caso di ritardo nell'entrata in esercizio dell'opera rispetto ai tempi al riguardo indicati nel medesimo Programma degli Investimenti, per il periodo afferente a detto ritardo l'intero ammontare della relativa immobilizzazione in corso non è ammissibile a remunerazione.</p> <p>[...]</p>	<p>di ritardi negli investimenti rispetto al cronoprogramma, e quindi difficilmente comporterebbero ulteriori incentivi a una rapida realizzazione dei lavori. Inoltre, potrebbero imporre un onere eccessivo sul concessionario. Infatti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • i ritardi nella realizzazione dei lavori sono già oggetto di penalità secondo quanto previsto nella Misura 37 (nonché di specifiche disposizioni della Convenzione Unica); • il rischio di eventuali ritardi nella realizzazione dei lavori viene già posto in capo al concessionario nella forma di una mancata remunerazione dei LIC in caso di mancato avanzamento dei lavori o ritardi nell'entrata in esercizio. La remunerazione a un tasso pari al costo del debito appare quindi eccessivamente penalizzante, non coerente con il rischio connesso alla realizzazione degli investimenti e non in grado di bilanciare la necessità di incentivare la tempestiva messa in esercizio degli asset con la necessità di garantire un'adeguata copertura dei costi di investimento sostenuti. <p>Inoltre, l'interruzione della remunerazione dei LIC dal momento in cui si registra un ritardo rispetto a quanto indicato nel Programma degli Investimenti appare eccessivamente penalizzante, anche rispetto ai precedenti regolatori. Ad esempio, la regolazione ART nel settore aeroportuale prevede l'interruzione della remunerazione dei LIC al verificarsi di due condizioni: (i) ritardo rispetto al cronoprogramma e (ii) assenza</p>
--	--	---

				<p>di valori incrementali rispetto a quelli risultanti al 31 dicembre dell'esercizio immediatamente precedente. Nel caso della regolazione ARERA invece, per il trasporto gas e la trasmissione elettrica la remunerazione dei LIC è riconosciuta fino a quattro anni (con possibilità di estensione per ulteriori due anni nel caso di progetti di sviluppo particolarmente complessi e con valori di investimento molto elevati, sopra a soglie predefinite). L'interruzione della remunerazione dei LIC avviene, cioè, al termine dei quattro (o sei anni) e non dall'anno successivo a un eventuale ritardo.</p> <p>Allo stesso modo, a differenza di quanto fatto dalla stessa ART nel settore aeroportuale, la Delibera non sembra tenere in considerazione che la permanenza di un investimento come immobilizzazione in corso potrebbe essere influenzata da fattori non sotto il controllo diretto del concessionario, che potrebbero portare a ritardi significativi nell'entrata in esercizio. Ad esempio, nel settore aeroportuale è prevista un'eccezione all'interruzione della remunerazione dei LIC se il fatto è riconducibile a cause non imputabili al gestore.</p> <p>Infine, una remunerazione inadeguata, che non permetta ai concessionari di recuperare in modo appropriato i costi di investimento durante la fase di costruzione, potrebbe generare incentivi distorti, ad es. con preferenze verso progetti a minor durata / minor rischio di ritardi a scapito di iniziative con maggiore valore per il sistema.</p>
--	--	--	--	---

			<p>Remunerazione delle immobilizzazioni in esercizio (e di quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario)</p> <p>La Delibera prevede, a punti 8, lettera a) e 8, lettera b), che la remunerazione delle immobilizzazioni in esercizio sia calcolata moltiplicando il TIR (nel caso delle immobilizzazioni afferenti al CIN <i>ante</i>) o il tasso di remunerazione del capitale investito (nel caso del CIN <i>post</i>) per il CIN “<i>al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell’eventuale valore di subentro</i>”.</p> <p>Tale previsione, che si condivide, sembra includere l’eventuale valore di subentro all’interno del calcolo dei costi di remunerazione del capitale. Ciò sarebbe in linea con quanto tipicamente fatto in numerosi contesti regolati e pertanto auspicabile.</p> <p>Tuttavia, appare in apparente contraddizione con quanto prospettato di seguito alla stessa misura, dove si afferma che l’eventuale valore di subentro “<i>è sottoposto a remunerazione attraverso l’applicazione annuale del tasso di remunerazione del valore di subentro (R_{TV}) di cui alla Misura 40</i>” nonché in contraddizione con la formula illustrata alla Misura 35.1, dove il valore di subentro viene sottratto dal CIN nel calcolo della componente tariffaria di costruzione relativa ai costi di remunerazione del capitale. Infine, la valorizzazione delle immobilizzazioni in <i>asset</i> reversibili nel CIN “<i>al netto del valore</i></p>
--	--	--	--

				<i>di subentro e al netto del fondo di ammortamento” è richiamata anche nella Relazione Illustrativa (pag. 20).</i>
33	1	<p>Tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>La misura 16 dell’Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 22 è sostituita dalla seguente:</p> <p>“1. La metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito e la procedura per il relativo aggiornamento sono definite al Titolo 4 dell’Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025.”.</p>		<p>Tasso di remunerazione del capitale investito (WACC)</p> <p>Sebbene si ritenga necessario rivedere l’attuale metodologia di calcolo del WACC alla luce delle numerose limitazioni che la caratterizzano e la lontananza dalle <i>best practice</i> regolatorie, nella pratica le proposte della Delibera paiono avere un impatto limitato nel mitigare tali criticità e in alcuni casi risultano in modifiche peggiorative rispetto alla metodologia attuale (ad esempio, la previsione di un doppio livello di <i>gearing</i>, il significativo disallineamento temporale nei dati utilizzati, l’incoerenza nel <i>re-levering</i> del <i>beta</i>, le cui criticità sono meglio approfondite di seguito nelle osservazioni alla Misura 40), che presentano anche potenziali profili di discriminazione all’interno del settore.</p> <p>In particolare, tra le limitazioni del modello proposto si ribadisce l’applicazione di condizioni differenti, in particolare un WACC diverso, per gli investimenti sostenuti nello stesso anno da diversi concessionari a seconda dell’anno di avvio del periodo regolatorio.</p> <p>Inoltre, sebbene il Documento VIR (par. E.1.1.2, E.1.4.2) auspicasse un maggiore allineamento/uniformità all’interno del settore – e l’esigenza di “<i>uniformità e razionalizzazione da applicarsi ai modelli tariffari delle concessioni autostradali</i>” sia</p>

				<p>richiamata anche nella Relazione Illustrativa (pag. 4), alcune delle novità prospettate (doppio livello di <i>gearing</i> e verifica del <i>trigger</i> solo nel secondo anno del periodo regolatorio) vanno in direzione contraria. Come già rappresentato da AISCAT nella propria risposta alla delibera n. 140/2024, ciò potrebbe infatti condurre all'applicazione di sei diversi WACC in uno stesso anno.</p> <p>Al tempo stesso, l'applicazione di tassi di remunerazione diversi per investimenti col medesimo profilo di rischio non pare compatibile con i principi espressi alla Misura 3 della Delibera, dove tra le finalità del sistema tariffario rientra la necessità di assicurare (tra gli altri) <i>“l'equilibrio-economico finanziario della concessione autostradale, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario”</i>.</p> <p>Inoltre, la metodologia di calcolo del WACC e i valori ottenuti, come evidente nel caso della delibera n. 175/2024 per la tratta A22, risultano poco trasparenti. Come meglio illustrato di seguito (Misura 40), in diversi passaggi le motivazioni o le procedure di calcolo non sono chiarite adeguatamente. Inoltre, non sono indicati risultati preliminari per i singoli parametri, non rendendo possibile ripercorrere/replicare la metodologia proposta nella Delibera. Anche considerando gli elementi messi a disposizione a seguito di richieste di accesso agli atti, la valutazione degli stessi non ha comunque reso possibile la</p>
--	--	--	--	--

				<p>ricostruzione dei parametri considerati dall’Autorità per la definizione dei tassi di remunerazione.</p> <p>Ciò si contrappone alle valutazioni espresse dall’Autorità nello schema di Analisi di Impatto della Regolazione (AIR) pubblicato con la Delibera, secondo cui le proposte effettuate incrementerebbero la “<i>trasparenza del calcolo del WACC</i>” (Schema di AIR, pag. 59).</p> <p>È importante sottolineare come un quadro regolatorio stabile, certo, coerente e trasparente, riducendo il rischio regolatorio, consente di ridurre il costo del capitale e porterebbe quindi a benefici per i concessionari autostradali e per il settore stesso, ma anche per gli utenti finali.</p> <p>Infine, come mostrato dalla figura seguente, la metodologia delineata dalla Delibera comporta una drastica riduzione del WACC applicato ai concessionari autostradali, con differenze significative anche rispetto ad altri settori regolati italiani. Come già evidente nella delibera n. 175/2024 relativa alla tratta A22 (in cui è stata applicata un’analoga metodologia di calcolo), le novità introdotte si potrebbero tradurre in scostamenti di oltre 200 punti base rispetto al WACC approvato, a soli due mesi di distanza, per le autostrade nel 2024 (delibera n. 124/2024).</p> <p>Figura 1 – Confronto WACC nominale <i>pre-tax</i> nei principali settori infrastrutturali regolati italiani</p>
--	--	--	--	--

			<p>Note: TPL indica il trasporto pubblico locale. * Il valore del WACC per la tratta A22 con <i>gearing</i> 75% è stimato sulla base della metodologia descritta nella delibera 175/2024 e dati Bloomberg e Refinitiv. Non disponendo dei dati di bilancio sul costo del debito effettivo dei concessionari, né dei pesi utilizzati per la ponderazione dei valori dell'<i>Equity Risk Premium</i> (ERP), i valori sono da considerarsi una stima. Nella figura non sono incluse stime per il WACC risultante dall'applicazione della Delibera n. 75/2025 viste le criticità in termini di trasparenza della metodologia di calcolo (più approfonditamente discusse nella Misura 40).</p>
34	1	<p>Tasso di inflazione programmato</p> <p>La misura 19 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>“1. La variabile P_{t+1}, con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 25, corrisponde al tasso di inflazione programmata relativo all'anno di applicazione della tariffa, inteso quale Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), come riportato nell'ultima pubblicazione “Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE” della Banca</p>	<p>Tasso di inflazione programmato</p> <p>La Delibera prevede il passaggio all'utilizzo delle stime sull'inflazione incluse nella pubblicazione “Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE” della Banca Centrale Europea in luogo di quelle contenute nel DEF/NADEF.</p> <p>Tuttavia, questo cambiamento potrebbe non essere sufficiente a risolvere una delle principali criticità della metodologia attuale, ovvero la mancanza di stime puntuali per tutti gli anni del periodo regolatorio (come anche evidente dall'inciso al punto 2 della stessa misura). Infatti, tipicamente le “Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate</p>

		<p>Centrale Europea disponibile all’inizio di ciascun periodo regolatorio.</p> <p>2. Qualora i dati pubblicati non coprissero l’intera durata di ciascun periodo tariffario, si fa riferimento al dato dell’ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima per le annualità residue del periodo”.</p>	<p>dagli esperti della BCE” contengono le stime per l’anno corrente e i due successivi. In questo senso, la considerazione secondo cui il riferimento alle stime contenute nel DEF/NADEF sarebbe <i>“da tempo non più rappresentativo per un utilizzo su base pluriennale”</i> (Relazione Illustrativa, pag. 21) potrebbe egualmente applicarsi al nuovo riferimento introdotto dalla Delibera.</p> <p>L’utilizzo di valori prospettici fa sì che il concessionario continui ad essere esposto all’andamento effettivo dell’inflazione, che potrebbe differire significativamente dalle stime utilizzate, soprattutto in un contesto macroeconomico come quello attuale soggetto a repentini cambiamenti connessi alla fase di grave instabilità geopolitica.</p> <p>Tali considerazioni erano alla base delle motivazioni che a partire dalla delibera n. 181/2023 hanno indotto l’Autorità ad avviare valutazioni sull’opportunità di rivedere il modello tariffario e le sue rigidità. È paradossale che proprio su questi aspetti la nuova regolazione proposta nella Delibera confermi invece le rigidità del modello regolatorio in essere.</p> <p>In tale scenario risulterebbe quanto mai opportuno procedere ad un aggiornamento del trattamento dell’inflazione nell’ambito della tariffa di gestione in modo da ridurre il rischio a cui il concessionario è esposto, anche in linea con quanto previsto per altri settori.</p>
--	--	--	---

35	1	<p>Dinamica della componente tariffaria di costruzione</p> <p>La misura 21 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>“1. La stima annuale della componente tariffaria di costruzione, nel caso di opzione per CIN contabile, è basata sulla seguente formula: [...]</p> <p>dove: [...]</p> <p>R indica il tasso nominale di remunerazione del capitale investito (WACC) definito al Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/_/2025;</p> <p>[...]</p>		<p>Componente tariffaria di costruzione: remunerazione CIN ante e CIN post</p> <p>La Delibera definisce il tasso R da applicare al c.d. $CIN_{ES,(t+1)}$ per ottenere il $C_{rc,ES,(t+1)}$ come: il “tasso nominale di remunerazione del capitale investito (WACC) definito al Titolo 4 dell'Allegato A”.</p> <p>Tuttavia, questa formulazione sembra sottintendere che non debba essere fatta alcuna distinzione tra le componenti del CIN ante e del CIN post, contraddicendo quanto esposto dalla stessa Delibera alla Misura 32 dove si stabilisce la remunerazione del CIN ante sulla base del TIR previgente e del CIN post sulla base del WACC definito al Titolo 4, oltre che il meccanismo di salvaguardia previsto dalla delibera n. 71/2019 (e dalle altre delibere indicate nella Tabella 2). Si chiede quindi di rettificare la formula nella delibera finale, al fine di adeguatamente rappresentare il diverso tasso di remunerazione applicato al CIN ante e al CIN post. Tale correzione sembrerebbe peraltro coerente con quanto esplicitato nella risposta dell'Autorità alla richiesta di chiarimento n. 9 di AISCAT.</p>
36	1, 2, 3 e 4	<p>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</p>		<p>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</p> <p>In primo luogo, rispetto alla revisione del meccanismo premi/penalità previsto nell'attuale sistema tariffario si</p>

	<p>1. La misura 24 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>“1. 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 $I_{q,j}$ 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>[...]</p>	<p>accoglie con favore la proposta di rivedere e ridurre significativamente il numero di aree tematiche e indicatori rispetto ai quali il concessionario sarà valutato. La presenza di sei aree tematiche (e sette indicatori) appare più proporzionata e allineata ai principi di <i>best practice</i> rispetto alle precedenti 13 aree tematiche.</p> <p>Allo stesso modo, si accoglie con favore la semplificazione dei meccanismi di attuazione del meccanismo premi/penalità, al fine di permetterne l'effettiva implementazione in quanto l'eccessiva complessità e indeterminatezza degli aspetti legati alla declinazione pratica/applicativa ne hanno di fatto determinato l'impossibilità di applicazione.</p> <p>Al tempo stesso, anche a fronte di questi miglioramenti nel disegno più <i>high level</i> del meccanismo, si riscontrano delle criticità nella sua definizione puntuale.</p> <p><i>In primis</i>, la Delibera prevede il passaggio a un meccanismo penalità/premi asimmetrico, limitando significativamente la premialità massima all'1% della componente tariffaria di gestione, senza tuttavia esplicitare alcuna motivazione alla base del cambiamento.</p> <p>La Relazione Illustrativa (pag. 24), descrive il nuovo meccanismo come “<i>semi-simmetrico</i>”, tuttavia le penalità massime previste sono doppie rispetto ai premi massimi conseguibili. Questa scelta non è stata motivata, a differenza di</p>
--	---	--

				<p>quanto fatto per altri settori regolati da ART e, in generale, i premi/penalità dovrebbero essere commisurati allo sforzo richiesto al soggetto regolato e al “valore” per gli utenti di miglioramenti/mancato rispetto di determinati standard o livelli di qualità. Inoltre, nello Schema di AIR pubblicato con la Delibera, non si riscontra alcuna analisi in relazione all’impatto delle modifiche proposte sulla regolazione della qualità.</p> <p>Oltre a un’asimmetria nei valori massimi di penalità/premi (che saranno ora compresi nel <i>range</i> tra -2% e +1% della componente tariffaria di gestione), anche la formula di calcolo dei premi/penalità è costruita in modo asimmetrico, in quanto limita il valore massimo degli indicatori raggiunto dai concessionari. Infatti, a prescindere dal valore assunto dagli altri indicatori di qualità, la Misura applica:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la massima penalità (-2%) anche se il valore di uno solo degli indicatori si colloca al di sotto del livello minimo stabilito – risultando eccessivamente penalizzante e sproporzionata; • una penalità se almeno uno degli indicatori si colloca al di sotto del livello di equilibrio (ma sopra al livello minimo); • un tetto massimo al valore degli indicatori; tale asimmetria risulta in contrasto con l’approccio adottato dall’Autorità nel settore degli aeroporti, dove non si riscontra
--	--	--	--	--

				<p>l'applicazione di simili tetti massimi, e non viene giustificata né nella Delibera né nella Relazione Illustrativa.</p> <p>Inoltre, la formulazione proposta dalla Delibera disincentiva i concessionari a migliorare la qualità su alcuni indicatori qualora non fossero in grado di conseguire miglioramenti su tutti gli indicatori inclusi nel meccanismo di premi/penalità e, più in generale, finisce per risultare contraddittoria e produce un disincentivo per i concessionari a investire negli ambiti che genererebbero il maggior <i>value for money</i> per gli utenti.</p> <p>Si ritiene poi auspicabile maggiore chiarezza in merito alle modalità con cui saranno definite le diverse soglie per gli indicatori di <i>performance</i>.</p> <p>Infine, non si ritiene in alcun modo condivisibile che l'eventuale attribuzione di un premio (ad es. per qualità, investimenti, <i>performance</i>) confluisca nel calcolo del TIR <i>Equity</i> ai fini del “<i>meccanismo di recupero in relazione al rendimento ammesso sul capitale proprio</i>” di cui alla Misura 25, come esplicitato nella risposta alla richiesta di chiarimento n. 10 di AISCAT. Tale previsione risulta totalmente contraddittoria e rimuove qualsiasi incentivo a perseguire premialità in ambito di qualità. Eventuali premi non dovrebbero infatti comportare il superamento del tetto massimo previsto per il TIR <i>Equity</i> (che determinerebbe l'obbligo di accantonamento degli utili</p>
--	--	--	--	--

				eccedenti), al fine di non creare distorsioni negli incentivi per i concessionari.
36	5	<p>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</p> <p>5. Il sistema di monitoraggio della qualità prevede, nell'ambito di una piattaforma informatica da predisporre a cura del concessionario e accessibile all'Autorità per l'esercizio delle funzioni di vigilanza, l'identificazione di almeno un indicatore specifico per ciascuna delle seguenti aree tematiche:</p> <p>[...]</p>		<p>Indicatori di qualità del servizio</p> <p>Come già anticipato, si accoglie con favore la proposta della Delibera di ridurre le 13 aree tematiche precedentemente previste a 6, in modo da meglio concentrare gli sforzi dei concessionari. Tuttavia, per le sei aree tematiche individuate permangono importanti criticità legate alla mancata applicazione dei principi di <i>best practice</i> regolatoria.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Velocità media di percorrenza del flusso veicolare – è una variabile fortemente condizionata da fattori esogeni al di fuori del controllo del concessionario (ad es. norme del Codice della Strada, stile di guida degli automobilisti, condizioni atmosferiche); appare inoltre poco robusta per valutare la qualità del servizio e la capacità di gestione della rete da parte del concessionario, per via della relativa stabilità della velocità media di percorrenza negli anni. In ogni caso, se tale indicatore fosse confermato, sarebbe opportuno uniformare la fonte del dato (ovvero utilizzare lo stesso <i>provider</i> per tutti i concessionari). • Disponibilità dell'infrastruttura – spesso il periodo in cui è possibile svolgere la maggior parte dei cantieri coincide, per ragioni tecniche e meteorologiche, con i mesi a maggior traffico dell'anno (ad es. nella stagione estiva); inoltre,

				<p>l'indicatore calcolato dall'Autorità non appare in grado di catturare l'effettivo disagio causato agli utenti e le turbative alla circolazione causate dai cantieri, in quanto pare basarsi esclusivamente sulla presenza o assenza di cantieri di lavoro, a prescindere dall'impatto sul traffico (ad es. includendo nel calcolo la presenza di cantieri e quindi la chiusura di una o più corsie nella fascia notturna). A tal proposito, si evidenzia che il calcolo dell'indicatore, che include nel computo delle ore totali di disponibilità dell'infrastruttura anche la fascia notturna, appare in contraddizione con quanto prospettato nella delibera n. 49/2025 dove invece la fascia notturna viene esclusa dal calcolo del <i>"meccanismo di rimborso del pedaggio in presenza di limitazioni all'utilizzo dell'infrastruttura"</i> (Misura 8-bis, punto 2), andando quindi ad incentivare l'impostazione dei cantieri durante la notte. Più in generale, la presenza di cantieri non dovrebbe rappresentare di per sé un sintomo di inefficienza nella fornitura e nella qualità del servizio.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fluidità ai caselli – la fluidità del traffico ai caselli viene già monitorata dai concessionari con elaborazioni specifiche, inoltre si registrano già livelli di <i>performance</i> elevati e con bassa varianza, difficilmente migliorabili; il calcolo dell'indicatore non sembra poi tenere in considerazione eventuali indisponibilità delle stazioni automatiche che non impattano gli utenti (ad es. apertura in funzionamento
--	--	--	--	---

				<p>manuale, indisponibilità per chiusura tratta, cause al di fuori del controllo del concessionario quali danni di terzi o cause di forza maggiore eccezionali, ecc.).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stato della pavimentazione – la Delibera propone un calcolo dei parametri CAT (Coefficiente di Aderenza Trasversale) e IRI (<i>International Roughness Index</i>) basato sul valore medio dell'intera rete, a sua volta determinato dalla media ponderata dei valori misurati per ciascuna tratta elementare. Questo valore medio non è mai stato oggetto di monitoraggio del Concedente. Inoltre, in considerazione dell'estensione e della complessità della rete, rischia di restituire una rappresentazione non adeguata delle condizioni delle tratte, sottostimando l'incidenza dei tratti meno performanti. Di conseguenza si ritiene più opportuno misurare la percentuale di km di rete (riferita al totale di km rilevati, purché sia coperta una quota rilevante come, ad esempio, il 90%) in cui la pavimentazione presenta un valore di CAT inferiore ad un valore predeterminato, e di IRI superiore ad un valore prestabilito. • Aggiornamento dinamico delle informazioni tramite PMV – una misurazione oggettiva appare difficile da realizzare, con impatti quindi sulla robustezza dell'indicatore utilizzato per la valutazione della <i>performance</i> del concessionario. • Customer satisfaction – questa variabile presenta generalmente una bassa variabilità anno su anno,
--	--	--	--	---

				<p>necessiterebbe quindi di un’osservazione pluriennale per rappresentarne correttamente l’andamento; inoltre sussistono criticità relative all’effettiva possibilità e capacità degli utenti di associare le tratte ai relativi concessionari. In ogni caso, qualora questo indicatore dovesse essere confermato, si ritiene necessario identificare un fornitore unico, o in alternativa una <i>survey</i> unica che venga adottata dalle società specializzate e che supportano i concessionari, per assicurare omogeneità nella valutazione delle risposte date dagli utenti.</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alla Misura 36, si rinvia al documento “Indicatori qualità – Delibera n.75 2025 ASPI” allegato.</p>
37	1	<p>Adeguamento tariffario correlato all’attuazione degli investimenti</p> <p>La misura 25 dell’Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>[..]</p> <p>25.2 Sub-componente tariffaria correlata alla responsabilità del concessionario</p> <p>1. La seconda sub-componente ($\Delta HK_{(t+1)}$) rappresenta la penalità tariffaria applicabile nel caso in cui il ritardo nell’effettuazione degli investimenti sia imputabile al</p>		<p>Penalità per la mancata realizzazione degli investimenti recuperabili in tariffa</p> <p>La Delibera aumenta significativamente la penalità per gli investimenti nel caso in cui il ritardo è “imputabile al concessionario” rispetto a quanto attualmente previsto, senza tuttavia fornire alcuna motivazione alla base del cambio. La penalità sottrae infatti una quota della componente tariffaria di costruzione direttamente proporzionale agli investimenti non realizzati, mentre in precedenza la penalità era anche moltiplicata per il WACC. La precedente formulazione implicava quindi un valore significativamente inferiore della penalità, a</p>

		<p>concessionario, al fine di disincentivare il posticipo degli investimenti stessi, fatti salvi i meccanismi di penalità previsti dalla convenzione, che possono arrivare anche alla revoca della stessa, e si determina come segue:</p> <p>[...]</p>		<p>parità di investimenti non realizzati. La Relazione Illustrativa (pag. 25) si limita a richiamare che è stata mantenuta questa sub-componente “<i>modificandone il criterio di quantificazione</i>”, ma senza alcuna indicazione delle motivazioni né degli impatti attesi.</p> <p>Le nuove previsioni sembrano portare a un <i>double counting</i> nel calcolo della penalità, in quanto la penalità legata alla responsabilità del concessionario ($\Delta H_{I,K,(t+1)}$), ora significativamente più alta, si cumula alla quota della componente tariffaria che già viene detratta per la mancata realizzazione dell’investimento ($\Delta T_{I,K,(t+1)}$).</p> <p>In generale, l’inasprimento delle penalità non pare proporzionato al rendimento conseguibile dai concessionari. Ciò in particolare considerato il generale sbilanciamento nell’allocazione dei rischi previsto dalla Delibera.</p> <p>Le penalità continuano poi a sovrapporsi alle penali già previste nella Convenzione Unica, portando a una duplicazione di strumenti già esistenti.</p>
37	1	<p>Adeguamento tariffario correlato all’attuazione degli investimenti</p> <p>25.3 Penalità per la ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa</p>		<p>Penalità per la mancata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa</p> <p>L’introduzione di penalità per investimenti non riconosciuti in tariffa comporta un ulteriore sbilanciamento della matrice rischi/rendimento. In particolare, la Convenzione Unica</p>

		<p>1. La penalità tariffaria applicabile in relazione alla ritardata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa, si determina come segue:</p> <p>[...]</p>		<p>prevede già un articolato sistema di penali per la mancata (o ritardata) realizzazione degli investimenti che, in casi specifici, possono comportare anche l'attivazione della procedura di grave inadempimento. Soprattutto alla luce degli impegni già assunti nell'Accordo Transattivo, la Misura in questione si configura quindi come una duplicazione delle sanzioni/penali.</p> <p>L'introduzione di ulteriori penali per la ritardata realizzazione di investimenti non recuperabili in tariffa non appare quindi proporzionata.</p> <p>Inoltre, da una revisione preliminare dei PEF più recenti basati sul sistema tariffario ART e pubblicamente disponibili, sebbene ci sia evidenza di importi non riconosciuti relativi ad investimenti passati, non sembrano riscontrarsi investimenti futuri già <i>ex ante</i> non ammessi a riconoscimento tariffario, come invece avviene nel caso di ASPI. Emerge quindi il rischio che questa nuova previsione si applichi in maniera significativa unicamente per un concessionario, in quanto ASPI ha in convenzione significativi impegni di investimenti non remunerati.</p>
38	1	<p>Poste figurative</p> <p>1. La misura 26 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>"26.1 Generalità</p>		<p>Poste figurative</p> <p>La Delibera introduce degli elementi di novità rispetto al criterio di riconoscimento e attualizzazione delle poste figurative che presentano rilevanti profili di significativa criticità e vanno ad accentuare ulteriormente lo</p>

		<p>[...]</p> <p>26.2 Disposizioni specifiche</p> <p>[...]”</p>		<p>sbilanciamento tra la matrice dei rischi e il rendimento atteso dal concessionario autostradale. In particolare, si evidenziano i seguenti aspetti.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La natura delle poste figurative, che di norma derivano da valutazioni di opportunità del Concedente, anche in relazione all’esigenza di contenimento delle tariffe, piuttosto che da una scelta del concessionario. Il nuovo meccanismo di attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative previsto dalla Delibera crea uno strumento regolatorio che, contrariamente a quanto previsto dalla <i>best practice</i> regolatoria, associa una penalizzazione a un elemento che non dipende direttamente dal concessionario. • Le motivazioni alla base del cambio regolatorio non sono coerenti con gli incentivi di un operatore razionale. La Relazione Illustrativa (pag. 22) motiva questa scelta come volta “<i>anche a disincentivare eventuali comportamenti opportunistici volti ad aggirare l’allocazione del rischio operativo utilizzando in maniera distorta gli strumenti offerti dal regolatore</i>”. Tuttavia, nella pratica, non si riscontra alcun incentivo da parte dei concessionari autostradali a ricorrere alle poste figurative per posticipare il recupero di ricavi tariffari al futuro quando ne potrebbero beneficiare nel presente (o nel breve termine). Si tratta infatti di posticipare nel tempo un ricavo, con
--	--	---	--	---

				<p>impatti in termini di liquidità e, tra l'altro, a un tasso che non è pari al costo opportunità.</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'incorretta identificazione di vantaggi di natura economica per i concessionari derivanti dall'utilizzo delle poste figurative. Secondo quanto esplicitato nella Relazione Illustrativa (pag. 22), anche i concessionari trarrebbero un vantaggio di natura economica dal ricorso alle poste figurative, in quanto <i>“aumenti repentini della tariffa, in caso di domanda fortemente elastica, potrebbero indurre una tale riduzione del traffico da osservare una forte contrazione dei ricavi”</i>. Tuttavia, ciò sarebbe vero unicamente nei casi di domanda fortemente elastica e/o per incrementi tariffari particolarmente significativi e non “in assoluto”. Inoltre, l'ipotesi circa la presenza di una domanda <i>“fortemente elastica”</i> non è, al momento, accompagnata da evidenze. • L'applicazione di modalità differenti per l'attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative a seconda della tipologia di costi sottostanti, che porta a una sotto-remunerazione, e conseguentemente a un disincentivo a investire, in quanto tale meccanismo non assicura il rispetto dei principi di neutralità economico-finanziaria. L'utilizzo delle poste figurative rappresenta infatti una posticipazione dei ricavi per i concessionari, e il principio di neutralità finanziaria richiede che il valore
--	--	--	--	--

				<p>attuale dei flussi di cassa posticipati nel futuro rimanga uguale al valore che si otterrebbe riscuotendo tali ricavi oggi. Affinché tale uguaglianza si verifichi è necessario che le poste figurative siano attualizzate/capitalizzate al tasso di remunerazione del capitale investito, che rappresenta il costo sostenuto dai concessionari per finanziarsi, nonché il costo-opportunità di investire nel settore autostradale. Peraltro, la diversa “<i>natura giuridica</i>” attribuita alle due componenti che alimentano le poste figurative (indicate nella Relazione Illustrativa, pag. 23, come “<i>investimento vs credito di natura regolatoria</i>”) non pare condivisibile, trattandosi in entrambi i casi di ricavi afferenti al recupero dei costi di capitale.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La mancata compensazione dei rischi associati alla componente di remunerazione delle poste figurative, scontata al tasso di inflazione programmata. Infatti, le poste figurative per essere incassate scontano tutti i rischi tipici del concessionario, ovvero rischio disponibilità e rischio domanda, nonché il costo-opportunità nell’allocazione delle risorse. Tali rischi, con la remunerazione all’inflazione, non vedrebbero che una minima e parziale copertura, portando, anche in questo caso, a un grave squilibrio dell’equilibrio economico-finanziario della concessione.
--	--	--	--	--

				<ul style="list-style-type: none"> • L'utilizzo del tasso di inflazione programmata sarebbe in contrasto con la sentenza del TAR Piemonte richiamata nel Documento VIR (par. D.2.1), dove il tasso di remunerazione del capitale investito netto – che nel caso delle concessioni vigenti è rappresentato dal c.d. tasso <i>blended</i>, calcolato come media ponderata tra il WACC e il TIR – è stato individuato come il tasso appropriato per garantire la neutralità economico-finanziaria. • Il venir meno dei principi di orientamento al costo ed equilibrio economico-finanziario su cui si basa il meccanismo delle poste figurative. A tal proposito, si evidenzia che la definizione stessa di poste figurative introdotta dall'Autorità, che richiede il rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del periodo concessorio, non può essere verificata in presenza di diversi tassi di attualizzazione delle componenti relative alle poste figurative. <p>Anche la Relazione Illustrativa (pag. 23) richiama l'importanza dell'equilibrio economico-finanziario dei concessionari e la necessità di salvaguardarne la resilienza finanziaria sia a livello di progetto che di concessionario/azionista, tuttavia gli strumenti richiamati a questo fine appaiono insufficienti e, in alcuni tratti, contraddittori. La Relazione Illustrativa (pag. 23) infatti:</p>
--	--	--	--	---

				<ul style="list-style-type: none"> ○ rimanda all'introduzione del meccanismo di verifica dell'equilibrio economico-finanziario di cui alla Misura 25 che, come già discusso, pare più improntato all'estrazione di eventuali "sovra-rendimenti" ottenuti dal concessionario, che non alla tutela dell'equilibrio economico-finanziario a tutto tondo. Sono infatti definite solo limitate e generiche previsioni per poter avviare la procedura di revisione della concessione per il riequilibrio in caso di sotto-rendimento; ○ richiama la presenza di <i>"diverse misure che consentono potenzialmente al concessionario, a consuntivo, di recuperare "rendimento" per il progetto rafforzandone ulteriormente l'equilibrio"</i>, senza tuttavia considerare che diverse delle misure elencate vanno invece a limitare l'<i>upside</i> dei concessionari (ad es. <i>revenue sharing</i> o le leve consentite rispetto alla struttura e dinamica delle fonti di finanziamento, limitate significativamente da altre misure della Delibera). Inoltre, i meccanismi incentivanti (ad es. la dinamica tariffaria legata al fattore X di produttività) non dovrebbero essere volti a consentire all'operatore "medio" di <i>"recuperare rendimento"</i> – cioè compensare operatori "medi"/non inefficienti per un rendimento inferiore al WACC (o meglio al tasso <i>blended</i>) – bensì premiare i soggetti maggiormente
--	--	--	--	---

				<p>efficienti in grado di battere il <i>benchmark</i> di riferimento;</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ sottolinea che <i>“l’introduzione della scomposizione delle PF si coniuga con la salvaguardia dell’EEF [equilibrio economico-finanziario] di progetto”,</i> tuttavia non è chiaro come un meccanismo che introduce una sotto-remunerazione per il concessionario possa salvaguardare l’equilibrio economico-finanziario. Per lo stesso motivo, non si condivide l’osservazione dello Schema di AIR (pag. 57) secondo cui la differente remunerazione delle poste figurative consente di <i>“conseguire un più elevato “equilibrio economico finanziario” delle concessioni”</i>. • Criteri ingiustificatamente stringenti per l’azzeramento del saldo di poste figurative. La Delibera prevede il rispetto di uno specifico ordine di priorità nell’azzeramento delle componenti del saldo di poste figurative, che appare superfluo (senza considerare la complicata applicazione/gestione del meccanismo di riequilibrio) stante che lo stesso deve comunque rispettare il principio di neutralità economico-finanziaria all’interno del periodo concessorio. • Il carattere simmetrico del meccanismo di poste figurative appare riscontrabile unicamente da un punto di vista teorico. Al contrario di quanto sottolineato nella
--	--	--	--	---

				<p>Relazione Illustrativa (pag. 24) l'insorgere di poste figurative a debito, <i>"con evidenti vantaggi economici per il concessionario"</i> non trova applicazione pratica, per via di quanto illustrato in precedenza – soprattutto in ottica di contenimento delle tariffe per gli utenti. Dal Documento VIR si può infatti vedere chiaramente come nei primi anni di applicazione del sistema tariffario definito da ART (e almeno fino al 2024) le poste figurative siano negative per tutti i concessionari esaminati per i quali l'atto aggiuntivo di recepimento del sistema tariffario ART vigente è stato approvato (si veda Documento VIR, para E.1.3.3).</p> <ul style="list-style-type: none"> • La modifica prospettata dalla Delibera rappresenta un cambio radicale dell'attuale sistema regolatorio, con impatti significativi sui concessionari, e non un <i>"parziale affinamento metodologico a seguito della esperienza applicativa maturata"</i> come indicato nella Relazione Illustrativa (pag. 24). Al riguardo si evidenzia come nello Schema di AIR non si riscontrano valutazioni circa gli impatti sui concessionari.
39	1	<p>Meccanismo di contenimento dei maggiori ricavi mediante <i>revenue sharing</i></p> <p>1. La Misura 27 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p>		<p>Meccanismo di <i>revenue sharing</i></p> <p>La Delibera prevede di mantenere invariato l'attuale meccanismo di <i>revenue sharing</i> nonostante:</p> <ul style="list-style-type: none"> • come già evidenziato nelle osservazioni alla Misura 25.1, lo stesso Documento VIR abbia sottolineato alcuni suoi

	<p>“1. A partire dal periodo regolatorio successivo a quello di prima applicazione del Sistema tariffario dell’Autorità, nel caso in cui lo scostamento, calcolato secondo le previsioni della presente misura, dei ricavi da traffico a preconsuntivo risultanti alla fine del periodo regolatorio trascorso, rispetto a quelli previsti ex ante, sia positivo e superiore ad una soglia predeterminata, pari a +2%, una percentuale $\gamma\%$ del montante medio annuo del maggior ricavo, eccedente la soglia, dovrà essere registrata quale posta figurativa a deduzione dei costi ammessi all’anno base per il periodo regolatorio successivo ovvero, per l’ultimo periodo regolatorio, posta a decremento dell’eventuale valore di subentro.</p> <p>[...]</p>		<p>possibili limiti e la Delibera non fornisca motivazioni per tale conferma (e quindi cambio di orientamento);</p> <ul style="list-style-type: none"> la Delibera introduca ulteriori misure che incrementano l’esposizione dei concessionari al rischio traffico e contemporaneamente ne limitano le possibilità di <i>upside</i>. <p>Infatti, la Misura 25, prevede una completa allocazione del rischio traffico in capo al concessionario per l’intera durata della concessione (con limitate possibilità di aggiornamento delle previsioni di traffico per le concessioni di durata superiore ai 15 anni).</p> <p>Allo stesso tempo, la Misura 39 mantiene invariato l’attuale meccanismo di contenimento degli eventuali maggiori ricavi. Nel complesso, ciò limita significativamente le possibilità di <i>upside</i> per il concessionario, mantenendo invece tutti i rischi di <i>downside</i> (ed infatti esacerbandoli, prevedendo una revisione delle stime di traffico solo dal termine del terzo periodo regolatorio e comunque nel limite di +/-10% delle stime assunte in fase di gara). Nonostante le misure previste dalla Delibera aggravino significativamente l’allocazione del rischio traffico in capo al concessionario, lo Schema di AIR non presenta alcuna analisi di impatto a supporto di tali scelte.</p> <p>In aggiunta, la Misura 25 prevede anche un meccanismo di contenimento dell’eventuale sovra-rendimento che introduce ulteriori stringenti limitazioni alle possibilità di <i>upside</i> per i</p>
--	---	--	--

				<p>concessionari, con limitate garanzie in caso di sotto-rendimento.</p> <p>A tal proposito, si evidenzia come in altri settori regolati dall’Autorità siano previsti meccanismi di <i>sharing</i> che lasciano al concessionario almeno parte dell’eventuale sovra-compensazione. Ad esempio, nel Trasporto Pubblico Locale (TPL) è previsto che, in caso di affidamento tramite gara, l’eventuale sovra-compensazione ottenuta da un aumento dei ricavi e/o riduzione dei costi associati a rischi in capo all’operatore, sia riconosciuta integralmente a quest’ultimo. Inoltre, anche in caso di affidamento senza gara, la regolazione ART stabilisce che deve essere previsto un meccanismo di <i>sharing</i> che riconosca all’operatore una premialità, corrispondente a quota parte del risparmio ottenuto da minori costi o dall’aumento dei ricavi (si veda Delibera ART n. 177/2024).</p> <p>Infine, si evidenzia che meccanismi che limitano <i>ex post</i> la redditività estraendola rappresentano una contraddizione alla logica della regolazione incentivante rappresentata dal <i>price-cap</i>, andando in contrasto con quanto prospettato in altre sezioni della Delibera. Ad esempio, alla Misura 4 si prospetta, tra le caratteristiche del sistema tariffario, la “<i>definizione di un efficace meccanismo di revenue sharing, coerente con l’impostazione del modello incentrato sul metodo del price cap [...]</i>”, mentre nella Relazione Illustrativa il meccanismo di</p>
--	--	--	--	--

				<p><i>revenue sharing</i> è indicato tra i meccanismi incentivanti che consentirebbero potenzialmente al concessionario di recuperare “rendimento”. Tuttavia, il principio alla base di un meccanismo di tipo <i>price-cap</i> è quello di incentivare il soggetto regolato a migliorare l’efficienza e/o la propria <i>performance</i>, così da trattenere la differenza rispetto al <i>cap</i>. La presenza di un meccanismo di tipo asimmetrico che estrae l’eventuale redditività in caso di <i>outperformance</i>, lasciando invece una piena esposizione rispetto all’<i>underperformance</i> limita gli incentivi in tal senso e anzi ha impatti su altri aspetti del sistema tariffario, in quanto ad es. induce il soggetto regolato a presentare proiezioni di traffico conservative.</p>
40	2 e 3	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o gearing, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>a) 50%, per tutte le imprese il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all’anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta inferiore a 75% e, nel caso di nuova concessione, per il primo periodo regolatorio;</p> <p>b) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all’anno di</p>		<p><i>Gearing</i></p> <p>Le modifiche proposte risentono di rilevanti criticità che vanificano qualunque potenziale beneficio derivante dal passaggio a un <i>gearing</i> nozionale (ovvero maggiore stabilità, trasparenza e prevedibilità rispetto all’approccio attuale). In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La metodologia di calcolo del <i>gearing</i>, basata su due valori alternativi di carattere nozionale, presenta una grave incoerenza interna con la metodologia di <i>re-levering</i> del parametro <i>beta</i>, che prevede invece l’applicazione esclusiva di una leva di tipo nozionale pari a 1, corrispondente solamente a un <i>gearing</i> pari a 50%.

		<p>calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta maggiore o uguale a 75%. Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p> <p>3. Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla fattispecie in cui ricade, il concessionario calcola la propria struttura finanziaria come media ponderata crescente dei gearing relativi agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC utilizzato per l'elaborazione di detto PFR, sulla base dei valori contabili di bilancio, come rapporto tra:</p> <p>a) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, e</p> <p>b) il valore complessivo del patrimonio netto, calcolato in coerenza con quanto previsto dalla Misura 25-bis, punto 7 [ovvero 29-bis, punto 7, ovvero 32-bis, punto 7] relativa alla verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione, e dei debiti di cui alla lettera a).</p>		<p>Questa incoerenza risulta in una doppia penalizzazione per i concessionari a cui viene applicato un valore di 75%, per i quali verrebbe comunque calcolato un WACC inferiore anche se si adottasse lo stesso valore di <i>gearing</i> ai fini del <i>re-levering</i> del <i>beta</i>. Tale approccio dà luogo a una sottostima della rischiosità legata alla struttura finanziaria degli operatori a cui viene assegnato un <i>gearing</i> nozionale di 75%, con conseguente sottostima del valore del costo dell'<i>equity</i> e quindi del WACC. Inoltre, come già anticipato alla Misura 33, comporta l'applicazione di tassi diversi per investimenti di diversi concessionari, che non appare coerente né con quanto prospettato nel Documento VIR (par. E.1.1.2, E.1.4.2) né con i principi richiamati nella Relazione Illustrativa (ad es. pag. 4). Peraltro, anche le precedenti Delibere del CIPE (si veda ad es. la Delibera CIPE 38/2007 e la Delibera CIPE 27/2013) descrivono una metodologia di calcolo del WACC che prevede una coerenza tra (i) il valore del <i>gearing</i> utilizzato per la ponderazione del costo del debito (<i>Kd</i>) e del costo dell'<i>equity</i> (<i>Ke</i>) e (ii) il valore della leva finanziaria usata nel <i>re-levering</i> del <i>beta</i>.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La motivazione alla base di questa misura, come esplicitato nella Relazione Illustrativa (pag. 26), consiste nella “<i>necessità di evitare comportamenti opportunistici associati a livelli di indebitamento eccessivamente elevati</i>”, ma ignora il fatto che la struttura finanziaria scelta dagli
--	--	---	--	--

				<p>operatori non è del tutto svincolata dai rischi regolatori connessi al settore e, pertanto, non dovrebbe risultare in una penalizzazione ulteriore a loro carico. I ritardi nelle approvazioni e il mancato aggiornamento dei livelli tariffari hanno infatti condotto a un ricorso a fonti di finanziamento prevalentemente esterne per la realizzazione degli investimenti.</p> <p>Inoltre, la Delibera non sembra tenere conto della presenza di vari elementi che già di per sé rappresentano un argine al ricorso ad un <i>gearing</i> elevato in modo “opportunistico” da parte delle imprese. Ciò, ad esempio, perché una maggiore leva finanziaria può portare ad un incremento del rischio percepito o a valutazioni negative sul <i>credit rating</i>, con conseguente incremento del costo del debito e/o del costo del capitale proprio. Peraltro, lo stesso vincolo di mantenere un merito creditizio almeno <i>investment grade</i> per la concessione di Autostrade per l'Italia già rappresenta un argine rispetto a valori di leva finanziaria “eccessivamente elevati”.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il valore nozionale del 75% individuato dalla Delibera è eccessivamente elevato per il settore autostradale e non è adeguatamente supportato dai riferimenti inclusi nella Relazione Illustrativa (pag. 26). I valori di <i>gearing</i> individuati (50% e 75%) risultano infatti basati su intervalli identificati da Moody's per gli operatori di infrastrutture
--	--	--	--	---

				<p>energetiche, mentre, in linea di principio, il valore nozionale di <i>gearing</i> applicato ai concessionari autostradali dovrebbe essere inferiore rispetto a quello degli operatori di infrastrutture energetiche o idriche.</p> <p>Le infrastrutture energetiche non rappresentano un adeguato riferimento per i concessionari autostradali per via della diversa esposizione a rischi quali variazioni nella domanda (c.d. rischio volume/traffico) e il trattamento di eventuali variazioni nei costi di costruzione (c.d. rischio costruzione). Ad esempio, quadri regolatori quali quelli di Snam e Terna in Italia mitigano significativamente il rischio di maggiori costi di costruzione, permettendo un recupero delle spese di capitale sulla base del costo effettivamente sostenuto (salvo alcune specifiche eccezioni). Allo stesso modo, solo una piccola parte dei ricavi di tali operatori è impattata da variazioni nella domanda. Ciò si contrappone al quadro regolatorio del settore autostradale italiano, in cui tali rischi sono interamente in capo ai concessionari.</p> <p>Una maggiore esposizione al rischio si dovrebbe tradurre in una leva finanziaria nozionale (che rappresenta il valore considerato efficiente per il settore) inferiore e non uguale o addirittura (come in questo caso) superiore.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La metodologia di calcolo del <i>gearing</i> del singolo concessionario è basata sui valori di libro del patrimonio netto e del debito lordo che include debiti intra-gruppo;
--	--	--	--	---

				<p>ed elementi di discontinuità nel patrimonio netto. Nella prassi è invece generalmente raccomandato l'utilizzo dei valori di mercato. L'utilizzo del debito lordo e del patrimonio netto come elemento di valutazione risulta limitato da diversi elementi: (i) l'inclusione dei debiti intra-gruppo nel calcolo della leva finanziaria può avere un effetto distorsivo del reale livello di indebitamento della società, in quanto il debito intra-gruppo di tipo subordinato può essere considerato di fatto come una fonte di finanziamento di capitale; (ii) la mancata inclusione nel debito lordo di una serie di elementi fondamentali per assicurare la realizzazione degli investimenti e la limitazione dei rischi di rifinanziamento della società; e (iii) l'inclusione nel patrimonio netto di alcuni elementi che incrementano la volatilità del dato, senza avere effettiva manifestazione finanziaria.</p> <p>Rientrano nella prima fattispecie: la presenza di cassa disponibile per il prefinanziamento di futuri impegni finanziari, il debito relativo ad eventuali valori di subentro iscritti nell'attivo della società ed il credito da poste figurative emergente dal conto regolatorio. Al contrario, il patrimonio netto dovrebbe essere rettificato per le riserve di <i>cash flow hedge</i>, riconducibili a prodotti derivati in portafoglio, in quanto riflesso di una prudente gestione del</p>
--	--	--	--	---

				rischio di oscillazione di variabili finanziarie, nonché per altre eventuali poste non riconducibili a riserve di utili.
40	4	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>4. 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 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</p>		<p>Costo del debito</p> <p>La metodologia di calcolo del costo del debito proposta nella Delibera elimina alcune delle criticità della metodologia attuale (quali il disallineamento temporale nel calcolo del premio al debito, con costo del debito e tasso <i>risk-free</i> calcolati su orizzonti temporali diversi, e il <i>cap</i> di 200 punti base al premio al debito), tuttavia ne introduce delle altre altrettanto significative.</p> <p>I nuovi (o perduranti) elementi di criticità riguardano, tra gli altri, anche la metodologia di calcolo della quota del costo del debito calcolata sui valori di bilancio pesata al 90%. In quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il calcolo del costo del debito di settore effettuato sui dati di bilancio delle società risulta poco trasparente, e non è replicabile. Tale mancanza di trasparenza aumenta il rischio regolatorio percepito per il settore, con impatti negativi sulla finanziabilità dei concessionari; • la metodologia di calcolo, per come descritta nella Delibera, è soggetta ad aggiustamenti di carattere arbitrario non ripercorribili (ovvero l'esclusione del costo dei debiti infragruppo e verso soci qualora risulti superiore di oltre 50 punti base rispetto al costo del debito verso

		<p>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 benchmark, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici iBoxx delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, relativo agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come mediana del valore annuo delle rilevazioni giornaliere.</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 benchmark di cui alla lettera b) al 10%.</p>		<p>terzi), che potrebbero portare ad una sottostima del costo del debito (se i valori trattati come <i>outlier</i> non dovessero essere tali) e rendono difficile la stima del valore atteso. Peraltro, ciò appare in contraddizione con il calcolo del <i>gearing</i>, dove il valore di questi debiti risulta invece incluso a prescindere. Preme inoltre sottolineare che, da un'analisi dei dati disponibili sulla banca dati AIDA per i concessionari autostradali (sia negli ultimi tre anni che su un orizzonte temporale più esteso), emergono numerosi aspetti critici e casi limite/<i>outlier</i> (ad es. valori del rapporto tra oneri finanziari e debiti anomali, o situazioni caratterizzate da elevata volatilità) che non sono tuttavia adeguatamente documentati e il cui trattamento non viene declinato nella Delibera. Questo si combina con quanto al punto precedente riducendo ulteriormente la trasparenza della metodologia, in contrasto con quanto espresso nello Schema di AIR, secondo cui, nel complesso, la nuova metodologia incrementerebbe la trasparenza del calcolo del WACC (pag. 61-62);</p> <ul style="list-style-type: none"> • il costo del debito di settore è basato sui dati storici e non tiene conto dell'incertezza legata all'evoluzione futura nei tassi di mercato, rischio non adeguatamente mitigato dal meccanismo di revisione del WACC intra-periodo (come più approfonditamente indicato di seguito). La metodologia proposta, in linea con quella attuale, appare quindi troppo rigida e non in grado di catturare
--	--	---	--	---

				<p>tempestivamente eventuali cambiamenti nei tassi di mercato.</p> <p>Infine, si rileva che:</p> <ul style="list-style-type: none"> • i pesi di ponderazione prospettati dalla Delibera per le due componenti del costo del debito pari rispettivamente a 90% (costo medio del settore) e 10% (costo medio del debito Benchmark – iBoxx) non sono adeguatamente giustificati e mancano di trasparenza; • il semplice utilizzo di un indice iBoxx non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani, in quanto si tratta di una media europea di titoli <i>corporate investment grade</i>, mentre il costo del rischio Italia è maggiore rispetto ad altri paesi europei. Il costo del debito misurato sulla base dei dati di mercato relativi agli indici iBoxx con <i>maturity</i> 10+ e 7-10 è risultato storicamente più basso del costo del debito misurato sui dati di settore; • l'utilizzo dei dati relativi agli “anni solari” per gli indici di mercato comporta un significativo disallineamento temporale tra i valori utilizzati in sede di definizione del WACC e quelli prevalenti nel mercato al momento della pubblicazione della specifica delibera; • non è prevista una componente nel costo del debito a copertura dei costi di transazione e accensione del
--	--	--	--	---

				debito, diversamente da quanto effettuato per altri settori regolati.
40	6	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>6. 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.</p>		<p>Tasso <i>risk-free</i></p> <p>La metodologia proposta di calcolo del tasso <i>risk-free</i> sconta le stesse criticità dell'approccio attuale (ovvero l'utilizzo di dati esclusivamente <i>backward looking</i>) e ne introduce di nuove. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'utilizzo di dati <i>backward looking</i>, che non consente di tenere conto dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi nel corso del periodo regolatorio. A livello europeo è invece prassi consueta l'utilizzo di un <i>mix</i> di evidenze storiche e <i>forward-looking</i>; • l'utilizzo di anni solari che comporta l'esclusione di un numero significativo di dati più recenti. Nello specifico, se la pubblicazione della delibera per l'aggiornamento annuale del WACC rimanesse, come attualmente avviene, a metà settembre, ci sarebbero almeno nove mesi di dati di mercato effettivamente non catturati dall'approccio proposto. La metodologia proposta determina quindi un significativo disallineamento temporale tra i valori determinati e quelli prevalenti nei mercati al momento della delibera sul WACC (e quindi uno scostamento ancora

				maggior rispetto a quando quello specifico WACC è effettivamente applicato).
40	7	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>7. L'equity risk premium è determinato utilizzando i valori medi di ERP ottenuti dalle stime delle serie storiche di Dimson, Marsh & Staunton per l'Italia, con un peso pari a 2/3, e per l'Unione Europea, per un peso pari a 1/3 [...]</p>		<p>Equity risk premium</p> <p>La metodologia proposta manca di trasparenza e introduce diversi elementi di incertezza (ad esempio sulla metodologia di calcolo) e di potenziale incoerenza con il calcolo di altri parametri (ad esempio il tasso <i>risk-free</i>). In particolare, la metodologia di calcolo, per come descritta nella consultazione, non è sufficientemente chiara sull'approccio effettivamente adottato, con potenziali criticità riguardo ai seguenti aspetti.</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'orizzonte di calcolo considerato nella ponderazione dell'Equity Risk Premium (ERP). Infatti, la Relazione Illustrativa (pag. 29-30) precisa di aver seguito la metodologia illustrata da un documento del BEREC, che prevedrebbe un ricalcolo dell'ERP europeo ponderando i ritorni dell'<i>equity</i> e dei <i>bond</i> di ciascun Paese rispettivamente per la capitalizzazione di mercato e il prodotto interno lordo (PIL). La Delibera non chiarisce tuttavia quale orizzonte temporale sia considerato per il calcolo dei fattori di ponderazione. La metodologia descritta dal BEREC prevedrebbe una media degli ultimi cinque anni per la capitalizzazione di mercato e il PIL, che appare poco coerente con l'orizzonte temporale su cui sono calcolati i ritorni di mercato (125 anni). Così facendo

				<p>si applicherebbe una “fotografia” moderna della struttura economico-finanziaria a contesti storici in cui quella struttura era del tutto diversa. Inoltre, non viene chiarito se la capitalizzazione di mercato sia misurata come valore medio annuo, o come valore <i>spot</i> al termine di ciascun anno.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Le modalità di calcolo dell’ERP per i Paesi dell’Unione Europea. Nello specifico non è chiaro se l’ERP per l’Unione Europea, ponderato come descritto dal BEREC, venga ricalcolato per ciascun anno o se invece sia calcolato sulla base dei valori medi dei ritorni dell’<i>equity</i> e dei <i>bond</i> lungo l’orizzonte considerato. A tal proposito, la prima opzione parrebbe maggiormente coerente con la metodologia adottata da DMS, a cui il calcolo dell’ERP italiano si rifà. • La scelta dei Paesi inclusi nel calcolo dell’ERP. Ad esempio, la Relazione Illustrativa (pag. 29) afferma che sono inclusi gli ERP “<i>dei Paesi dell’area Euro riportati nella pubblicazione DMS, i cui dati siano disponibili per l’intero intervallo temporale monitorato, ossia a partire dal 1900</i>”, tuttavia, secondo quanto indicato nella <i>footnote</i> 35, procede ad includere Paesi come la Danimarca e la Svezia, che non rientrano nell’area Euro.
--	--	--	--	---

				Infine, andrebbe valutata la coerenza tra quanto proposto per il calcolo dell' <i>equity risk premium</i> e del tasso <i>risk-free</i> (sulla base dei titoli di stato italiani).
40	8	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>8. Il parametro β 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>[...]</p>		<p>Beta</p> <p>La metodologia proposta per il calcolo del <i>beta</i> presenta numerosi elementi di criticità, di cui alcuni in continuità con le criticità della metodologia corrente, e alcune di carattere nuovo, basate sulle novità introdotte dalla metodologia. Nel dettaglio, le criticità rilevate fanno riferimento alle seguenti.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La mancanza di coerenza tra la metodologia di <i>re-levering</i> proposta nella Delibera e i valori nozionali di <i>gearing</i> stabiliti. L'applicazione di un unico valore della leva finanziaria (corrispondente a un <i>gearing</i> pari a 50%) è incoerente con l'utilizzo di due valori nozionali di <i>gearing</i> nella definizione del WACC (50% e 75%) e risulta ingiustificata. Come già discusso in relazione al <i>gearing</i>, questa incoerenza porta ad una doppia penalizzazione per le imprese con <i>gearing</i> nozionale del 75%. • Il campione include imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali, in particolare considerando Snam e Terna come <i>comparables</i>. Come già discusso nelle osservazioni sul <i>gearing</i>, imprese come Snam e Terna sono sottoposte a un quadro regolatorio che riduce significativamente

				<p>l'esposizione a diversi rischi rispetto a quanto previsto per il settore autostradale italiano, ad esempio per quanto riguarda il rischio di costruzione (ovvero la possibilità di incorrere in costi di costruzione superiori rispetto a quanto preventivato e vederseli riconosciuti o meno in tariffa) o il rischio di oscillazione della domanda, e non sono quindi rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali. Per maggiori dettagli si veda inoltre l'allegato "Analisi comparativa della matrice dei rischi in diversi settori regolati".</p> <p>La Delibera inoltre non chiarisce il processo di selezione delle quattro imprese individuate, escludendone altre potenzialmente più adatte, come ad esempio altri operatori di concessioni autostradali quali Vinci e Sacyr, o le società aeroportuali.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Delibera esclude diversi <i>comparables</i> maggiormente rappresentativi. In particolare, l'inclusione di gestori aeroportuali nel campione, nonché di altri concessionari autostradali come Vinci e Sacyr, sarebbe coerente con i criteri individuali dalla Delibera, e maggiormente rappresentativa del profilo di rischio dei gestori autostradali rispetto a imprese quali Snam e Terna. Da un confronto tra diversi settori infrastrutturali regolati nazionali e internazionali emerge come l'allocazione dei rischi tra concedente/utenti e concessionario/soggetto
--	--	--	--	---

				<p>regolato risulta maggiormente confrontabile in questi settori – pur ribadendo che nessun settore risulta esposto a un’allocazione dei rischi tanto penalizzante quanto quella proposta dalla Delibera. In particolare, è stata approfondita l’esposizione a diversi rischi, quali il rischio di aumento dei costi di costruzione e/o di gestione, di contrazione della domanda, di variazione dei tassi di interesse rispetto ai valori regolatori, in linea con la matrice dei rischi dell’Allegato W. Per maggiori dettagli si vedano le osservazioni alla Misura 3 e l’allegato “Analisi comparativa della matrice dei rischi in diversi settori regolati”.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il riferimento specifico a settori infrastrutturali “a rete” risulta di scarsa rilevanza nella definizione della confrontabilità del rischio tra diverse imprese. Il principio guida per la selezione dei <i>comparable</i> dovrebbe infatti essere il tipo di regolazione a cui sono soggette le diverse imprese, e quindi i rischi a cui sono effettivamente esposte. Non è peraltro chiaro come il riferimento a settori “a rete” vada interpretato, in quanto non viene chiaramente definito cosa si intenda con “<i>settori infrastrutturali a rete</i>” né perché le singole concessioni autostradali rientrino necessariamente in tale categorizzazione, specie nel caso di concessioni che attengono a singole tratte.
--	--	--	--	---

			<ul style="list-style-type: none"> • L'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente, conduce potenzialmente a fluttuazioni più significative 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 riguardo, secondo la prassi regolatoria in materia, il <i>de-levering</i> dell'<i>equity beta</i> dovrebbe essere effettuato utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato di ciascuna impresa. <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>9. Ai fini del calcolo del tasso di remunerazione applicabile al valore di subentro (<i>RTV</i>), come previsto dalla Misura 13.8 [ovvero Misura 15.8], lettera a), si applica al costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato nel PFR, individuato secondo i criteri di cui al punto 3 della presente Misura, un fattore correttivo che ne comporta una riduzione del 20%.</p>	<p>Remunerazione del valore di subentro</p> <p>La proposta di differentiare i costi di remunerazione dell'eventuale valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando un tasso di remunerazione più basso rispetto al WACC, presenta forti criticità e non risulta di fatto condivisibile.</p> <p>In primo luogo, la frase secondo cui “attualmente, non è prevista una remunerazione di detto valore di subentro” (Relazione Illustrativa, pag. 31, enfasi aggiunta) risulta del</p>

				<p>tutto estranea all’attuale regolazione e non è in nessun modo condivisibile. Secondo quanto previsto dall’attuale sistema tariffario, infatti, la definizione del valore di subentro (si veda ad es. la delibera n. 71/2019, Allegato A, Misura 2.16) include le <i>“variazioni eseguite ai fini regolatori”</i> tra cui rientrano, necessariamente, le rivalutazioni per garantire la neutralità finanziaria, principio sancito dal modello di regolazione stesso.</p> <p>Infatti, nella stessa delibera (Misura 4.1, lettera b), tra le finalità del sistema tariffario rientra assicurare che il concessionario ottenga una redditività del capitale investito pari al tasso di remunerazione <i>pre-tax</i> con riferimento agli investimenti <i>“effettuati su asset oggetto di concessione (reversibili), ivi compreso il valore di subentro effettivamente corrisposto”</i> (enfasi aggiunta). Appare difficilmente plausibile una compatibilità tra questa misura e una mancata remunerazione dell’eventuale valore di subentro. A riprova di ciò, la Misura 5 della stessa delibera definisce la componente tariffaria di costruzione come <i>“finalizzata a permettere il recupero dei costi di capitale (ammortamento e remunerazione del capitale investito) afferenti agli asset reversibili al termine del rapporto concessorio, ivi compresi il valore di subentro da corrispondere al concessionario uscente”</i> (enfasi aggiunta).</p> <p>Ulteriori elementi di criticità in relazione all’applicazione di un tasso di remunerazione del valore di subentro inferiore al WACC fanno riferimento ai seguenti.</p>
--	--	--	--	--

				<ul style="list-style-type: none"> • Fonti di finanziamento utilizzate per la realizzazione degli investimenti sottostanti all’eventuale valore di subentro. In analogia al resto degli investimenti realizzati, gli investimenti sottostanti all’eventuale valore di subentro sono finanziati tramite la struttura finanziaria adottata dal concessionario, facendo dunque ricorso tanto al capitale di debito, quanto al capitale proprio. • Rischio di costruzione. Alla stregua degli altri investimenti, gli <i>asset</i> riflessi nell’eventuale valore di subentro sono soggetti al rischio di costruzione e quindi ad eventuali <i>cost overrun</i> non riconosciuti dal Concedente. Una remunerazione inferiore al WACC ne sottostimerebbe dunque il corretto profilo di rischio/rendimento. L’effetto collaterale di tale modifica potrebbe essere quello di disincentivare investimenti in opere complesse con elevato rischio costruzione sottostante. • Rischio di mercato. In misura analogia al resto degli <i>asset</i>, l’eventuale valore di subentro è soggetto ai rischi di mercato. In particolare, il concessionario entrante sarà disposto al pagamento del valore di subentro solo nella misura in cui ritenga che la concessione presenti un rendimento atteso adeguato e pari, in ottica <i>ex ante</i>, al WACC di settore. • Distorsioni alla leva finanziaria. Pur escludendo ragionamenti circa il corretto profilo di rischio/rendimento
--	--	--	--	--

				<p>da assegnare all'eventuale valore di subentro, la modifica proposta comporterebbe che quest'ultimo debba essere finanziato tramite il un maggiore ricorso a capitale di debito, per definizione inferiore al costo del capitale proprio. Ciò appesantirebbe l'indebitamento netto del gestore, creando ulteriori distorsioni rispetto alla leva finanziaria implicita nel WACC regolatorio del settore.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendimento della concessione. La modifica proposta comprometterebbe il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC regolatorio del settore (e ancora di più rispetto al tasso <i>blended</i>, qualora la remunerazione al tasso R_{TV} fosse applicata anche al CIN ante, come meglio indicato di seguito). • Discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente e ad altri settori. Come già evidenziato, la misura risulta in sostanziale discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente, implicando la violazione dei principi di orientamento al costo insiti nella regolazione. La misura è inoltre in discontinuità a quanto applicato in altri settori regolamentati (incluso il settore aeroportuale) dove il valore di subentro non è soggetto a un regime di remunerazione differenziato rispetto al resto degli <i>asset</i>. Questo differente trattamento potrebbe quindi ridurre l'attrattività del settore autostradale per investitori e
--	--	--	--	--

				<p>finanziatori, con conseguente potenziale aumento dei costi effettivi di raccolta del capitale.</p> <p>Questa misura, combinata con la remunerazione dei LIC al costo del debito come anche proposto nella Delibera, amplifica poi gli effetti “distorsivi” sulla remunerazione assicurata sugli investimenti (sulla base di quanto previsto dalla Delibera, nel caso di tratte autostradali in essere, il trattamento penalizzante dei LIC dovrebbe applicarsi agli stessi investimenti che poi porterebbero all’emergere di un valore di subentro).</p> <p>Inoltre, non si condivide la motivazione alla base del cambio di approccio rispetto al quadro previgente indicata nella Relazione Illustrativa (pag. 20). In particolare, l’assunto secondo cui l’utilizzo di un ammortamento tramite vite utili regolatorie consente al concessionario “comunque la certezza dell’incasso al termine della concessione e della sua finanziabilità” (enfasi aggiunta) non appare fondato.</p> <p><i>In primis</i>, la finanziabilità dipende dai flussi di cassa che il concessionario potrà generare nel corso del periodo concessorio, poiché il valore di subentro – per sua natura – sarà incassato solo alla scadenza della concessione. Inoltre, la “certezza dell’incasso” non si riscontra nella pratica, al punto che, come già segnalato in precedenza, il valore di subentro per come rappresentato attualmente non è tipicamente elegibile nei flussi finanziari da parte delle agenzie di <i>rating</i>.</p>
--	--	--	--	--

				<p>Infine, l'applicazione dello stesso tasso R_{TV} (il WACC ridotto del 20%) anche all'eventuale quota di valore di subentro correlata al CIN ante appare contrario al patto regolatorio, in quanto il sistema attuale prevede esplicitamente la remunerazione del CIN ante applicando il TIR. La motivazione di "<i>parità di trattamento</i>" indicata nella Relazione Illustrativa (pag. 20) appare pertanto contraria alla clausola di salvaguardia per le opere realizzate o in corso di realizzazione prevista dall'attuale sistema tariffario.</p>
41	1, 2 e 3	<p>Procedura di aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>1. A partire dal secondo periodo regolatorio di applicazione del Sistema tariffario di cui alla presente delibera, l'Autorità, con propria delibera, procede, entro il 15 settembre di ogni anno, ad aggiornare e rendere noto il tasso di remunerazione del capitale investito da utilizzare, quale limite massimo, nell'ambito delle procedure di approvazione, aggiornamento o revisione del PEF relative a tutte le concessioni autostradali.</p> <p>2. Ai fini della predisposizione del PFR, ciascun concessionario prende a riferimento il tasso di remunerazione determinato all'anno base del nuovo periodo tariffario.</p>		<p>Meccanismo di aggiornamento del WACC</p> <p>Come già rappresentato con riferimento al calcolo del tasso <i>risk-free</i> e del costo del debito, si segnala che l'utilizzo del WACC determinato all'anno base (i cui parametri sono calcolati sulla base dei tre anni solari precedenti) per la predisposizione del PFR comporta un significativo disallineamento temporale tra: (i) i valori di mercato presi a riferimento per il calcolo dei parametri del WACC e (ii) quelli prevalenti al momento della loro applicazione.</p> <p>Con riferimento al meccanismo di aggiornamento intra-periodo, si rileva che in principio, l'idea di introdurre un meccanismo di <i>trigger</i> del WACC è positiva poiché contribuisce a una riduzione del rischio legato ai movimenti futuri dei tassi di mercato. Tuttavia, la soglia individuata (+/- 15% rispetto al valore individuato all'anno base) è</p>

		<p>3. Qualora il valore del tasso di remunerazione aggiornato nel secondo anno di ciascun periodo regolatorio, ai sensi della presente Misura, risulti variato in percentuali maggiori o uguali a +/- 15% rispetto al valore individuato all'Anno base del pertinente periodo regolatorio e adottato nel PFR in vigore, il concessionario formula la proposta di adeguamento tariffario annuale di cui alla Misura 23 [ovvero Misura 26, ovvero Misura 28] adottando il valore aggiornato.</p>		<p>eccessivamente elevata, anche alla luce del precedente della regolazione ARERA (50 punti base fino al 2024, con revisione a 30 punti base dal 2025) e, in quanto tale, rende improbabile l'attivazione del meccanismo di <i>trigger</i>, se non in circostanze eccezionali.</p> <p>Inoltre, la Delibera prevede un'unica finestra per la verifica del <i>trigger</i> sull'intero periodo regolatorio (nel secondo anno, ovvero a tre anni di distanza da quando il WACC è stato fissato), riducendone quindi la possibile efficacia.</p>
42	1 e 6	<p>Finalità</p> <p>1. La contabilità regolatoria è finalizzata a:</p> <p>[...]</p> <p>b) fornire evidenza dei meccanismi di rilevazione ed imputazione delle partite economiche e patrimoniali dei concessionari autostradali, in modo da consentire le attività di elaborazione, aggiornamento e revisione dei PEF e permettere le verifiche dell'Autorità in merito all'ammissibilità tariffaria, in applicazione dei principi di pertinenza e congruità; [...]</p> <p>6. L'Autorità pubblica Linee Guida contenenti specifiche istruzioni operative, ai fini della corretta compilazione degli schemi di cui ai punti 1, 2 e 3.</p>		<p>Finalità della contabilità regolatoria</p> <p>In primo luogo, si richiede di fornire una definizione più puntuale del concetto di "<i>congruità</i>" delle partite economiche e patrimoniali. Inoltre, si segnala che le Linee Guida contenenti specifiche istruzioni operative a cui la misura rimanda non sono attualmente disponibili, con conseguente incertezza sugli obblighi informativi e gli oneri di <i>compliance</i> regolatoria che ne conseguiranno.</p>

43	1 e 5	<p>Obblighi di separazione contabile</p> <p>1. A partire dall'Anno base relativo al primo periodo regolatorio di applicazione del Sistema tariffario di cui alla presente delibera, il concessionario – adottando i criteri di costo definiti al Capo 2 dei Titoli 2 e 3 e al presente Titolo, nonché tenendo conto delle indicazioni operative contenute nelle Linee Guida di cui alla Misura 42, punto 6 – è tenuto ad allocare annualmente le componenti economiche e patrimoniali, assicurando la piena riconciliazione con i bilanci di esercizio:</p> <p>a) alle singole attività come definite dalla Misura 3 delle delibere di cui alla Tabella 1 e Tabella 2, con specificazione delle operazioni intervenute con parti correlate.</p> <p>b) alle singole tratte autostradali, come definite dall'Autorità nell'ambito di uno specifico procedimento;</p> <p>[...]</p> <p>5. Il concessionario autostradale che redige il bilancio di esercizio sulla base dei principi IAS/IFRS è tenuto ad adottare opportuni sistemi di tenuta della contabilità con un livello di analiticità tale da:</p> <p>a) garantire l'omogeneità della rappresentazione delle componenti economiche e patrimoniali con gli operatori che redigono il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili nazionali, attraverso opportune riclassificazioni e</p>	<p>Obblighi di separazione contabile</p> <p>In analogia con quanto disciplinato nella delibera n. 71/2019, per “<i>componenti patrimoniali</i>” oggetto di allocazione di cui al punto 1 di questa misura, si intendono le componenti afferenti agli <i>asset</i> reversibili (comprese tutte le ulteriori informazioni utili alla determinazione del capitale investito netto) e gli <i>asset</i> non reversibili.</p> <p>Si segnala infatti che, oltre a non ravvisarsi la finalità di un'eventuale estensione a ulteriori componenti patrimoniali, essa comporterebbe una riorganizzazione contabile con tempi realizzativi non congrui con l'entrata in vigore prevista per la Delibera stessa.</p> <p>In merito alla previsione di cui al punto 5, lettera a), si segnala che, per le società che applicato i principi contabili internazionali (con bilancio IAS/IFRS), non vi è alcun obbligo nella tenuta della contabilità sulla base dei principi contabili nazionali. Al fine di garantire comunque una riconciliazione tra i diversi principi applicati, si propone di condividere l'impostazione di schemi basati su specifici criteri e principi regolatori che, se approvati dall'Autorità, potrebbero essere oggetto di uno specifico allegato.</p>
----	-------	---	--

		<p>rettifiche;</p> <p>b) assicurare la corrispondenza delle risultanze contabili con il bilancio di esercizio;</p> <p>c) assicurare la riclassificazione dei prospetti di bilancio secondo gli schemi dei principi contabili italiani;</p> <p>d) riconciliare i prospetti di bilancio con i prospetti di contabilità regolatoria secondo gli schemi di cui alla Misura 45, punto 1, lettera b), che traggono origine dalle voci presenti nei prospetti previsti dal Codice civile.</p> <p>[...]</p>		
45	1 e 2	<p>Obblighi informativi all’Autorità</p> <p>1. Il concessionario autostradale è tenuto a predisporre e a trasmettere annualmente, tramite la piattaforma informatica messa a disposizione e secondo le tempistiche stabilite dall’Autorità – e comunque entro il 15 luglio, salvo proroga concessa da parte degli Uffici dell’Autorità su preventiva e motivata richiesta da effettuarsi entro e non oltre il 31 maggio il Fascicolo di contabilità regolatoria – definito dall’Autorità medesima sulla base delle schede di contabilità analitica compilate nell’ambito del pertinente sistema informatico denominato “Sistema Informativo per la Vigilanza sulle Concessionarie Autostradali” (di seguito: SIVCA) [...]</p>		<p>Obblighi informativi all’Autorità</p> <p>In merito alle schede di contabilità analitica di cui al punto 1, giova precisare che le “<i>attività non pertinenti</i>”, indicate in apposita scheda di contabilità analitica (scheda X), rappresentano una parte dei saldi economici complessivi riportati anche in altre schede in quadratura con la contabilità (nella Scheda P, che riconcilia i dati esposti nelle singole schede con i saldi di bilancio, la scheda X infatti è esclusa). Nella predisposizione del fascicolo di contabilità regolatoria le “<i>attività non pertinenti</i>” saranno quindi escluse dall’articolazione per tratta. Di conseguenza, l’allocazione di secondo livello potrà non essere allineata a quanto risultante da SIVCA.</p>

		<p>2. Detto fascicolo è corredato da una relazione, redatta da una società di revisione indipendente dal concessionario autostradale e attestante la conformità alle disposizioni emanate dall'Autorità di regolazione dei Trasporti in tema di Contabilità regolatoria (c.d. Certificazione della contabilità regolatoria).</p> <p>[...]</p>		<p>Inoltre, si segnala come nella descrizione delle informazioni oggetto del fascicolo di contabilità regolatoria si fa riferimento ad annessi al momento non disponibili. Pertanto, non è possibile valutare pienamente il livello di dettaglio e le modalità di rappresentazione che saranno richieste, e quanto si discosteranno dagli attuali requisiti di contabilità regolatoria. Una volta resi disponibili gli annessi, potranno essere formulate ulteriori osservazioni o valutazioni.</p> <p>Inoltre, al punto 2 della Misura è indicato che la documentazione prevista dal fascicolo di Contabilità Regolatoria sarà corredata da una “<i>Certificazione della contabilità regolatoria</i>”. A tal proposito, si ritiene utile precisare che tale documentazione sarà oggetto di relazione di Asseverazione da parte di una società di revisione che ne attesti l'accuratezza e il rispetto dei criteri regolatori, mentre la relazione di Certificazione riguarderà esclusivamente il bilancio redatto secondo i principi IAS/IFRS come da normativa vigente.</p>
46	1, 2, 3, 4 e 5	<p>Obblighi informativi all'Autorità per l'elaborazione, l'aggiornamento o la revisione del PEF</p> <p>1. Nell'ambito delle procedure di rilascio dei Pareri sugli aggiornamenti/revisioni del PEF e del PFR e rilascio dei pareri sugli adeguamenti annuali dei livelli tariffari, il concessionario autostradale è tenuto a trasmettere</p>		<p>Obblighi informativi all'Autorità</p> <p>Dalla Delibera emerge un aumento degli oneri amministrativi e informativi, in particolare in relazione alla contabilità regolatoria, senza tuttavia prevedere un esplicito riconoscimento dei maggiori costi di <i>compliance</i> ad essi associati.</p>

		<p>all’Autorità, entro i termini ivi previsti, la seguente documentazione:</p> <p>[..]</p>	<p>Inoltre, alcune misure sembrano comportare una duplicazione/aggravio delle attività informative in materia di contabilità regolatoria e aggiornamenti annuali che, se confermata, impone oneri sproporzionati sui concessionari, oltre all’esigenza di rivedere le scadenze considerando il maggiore “<i>effort</i>” a carico degli stessi; ad esempio, qualora gli “<i>obblighi informativi all’Autorità per l’elaborazione, l’aggiornamento o la revisione del PEF</i>” di cui alla Misura 46 trovassero applicazione con cadenza annuale (compresa ad esempio la certificazione – a ottobre – della costruzione tariffaria da parte di una società di revisione), anziché quinquennale (in sede di aggiornamento del PEF), sarebbero largamente sovrapponibili e non coerenti in termini di rispetto delle scadenze, a quanto richiesto dalla Misura 47 relativa alla documentazione per l’adeguamento annuale dei livelli tariffari.</p> <p>Infine, all’interno del testo consolidato (relativo al modello delle delibere dalla n. 64/2019 alla n. 79/2019) pubblicato dall’Autorità rimane la Misura 31, relativa agli obblighi informativi, nella sua forma previgente. Questa sembra sovrapporsi interamente con quanto previsto nel Titolo 5 della Delibera (in particolare alla Misura 45), a cui il testo consolidato sembrerebbe rimandare.</p> <p>Si chiede quindi di chiarire le schede di contabilità analitica che il concessionario sarà tenuto a compilare. Più in generale, si auspica che gli obblighi informativi che saranno previsti non</p>
--	--	--	--

				<p>comportino oneri di <i>compliance</i> sproporzionati per i concessionari. In questo senso, lo Schema di AIR allegato alla Delibera appare ampiamente carente, in quanto i c.d. oneri incrementali non vengono adeguatamente valutati nel confronto con i benefici attesi dalle modifiche proposte all'attuale sistema tariffario.</p>
--	--	--	--	--