

---

## **POSTA CERTIFICATA: Contributo AISCAT per consultazione pubblica su delibera 75/2025**

**Mittente:** direzione@pec-aiscat.it

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

**Destinatari (CC):** alessandro.manoni@aiscat.it; emanuela.stocchi@aiscat.it; direzione@aiscat.it

**Invia il:** 16/07/2025 22.09.22

**Posizione:** .PEC istituzionale AOO Autorita di Regolazione dei Trasporti/Posta in ingresso

---

Si inviano in allegato delle osservazioni generali che costituiscono il contributo della scrivente associazione al procedimento di consultazione pubblica in oggetto.

Cordiali Saluti.

==== LISTA DEGLI ALLEGATI ===

Contributo AISCAT per consultazione pubblica su delibera 75\_2025..docx ( )

Osservazioni AISCAT sulla delibera 75/2025 - documento “Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all’articolo 37, comma 2, lettera g), del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214. Indizione di una consultazione”

Misura	Punto	Citazione del testo oggetto di osservazione /proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato o integrato	Breve nota illustrativa dell’osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
3	1	<b>Finalità del Sistema Tariffario</b> [...]		<p><b>Considerazioni generali e principi regolatori</b></p> <p>La delibera n. 75/2025 (Delibera) introduce numerose modifiche significative al quadro regolatorio attualmente vigente per i concessionari autostradali, prevedendo numerosi meccanismi maggiormente penalizzanti o adempimenti regolatori più stringenti, che non si riscontrano in altri settori e non risultano in linea con la <i>best practice</i> regolatoria.</p> <p><b>Le novità introdotte portano a un sensibile sbilanciamento della matrice dei rischi rispetto al livello di remunerazione conseguibile dal concessionario, in alcuni casi violando il principio di neutralità economico-finanziaria e incidendo negativamente sulla stabilità e la prevedibilità di un quadro regolatorio di applicazione relativamente recente.</b></p> <p><b>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,</b> né di attrarre i capitali necessari a finanziarli, in un momento cruciale per il rinnovamento e il rafforzamento della rete. La realizzazione degli investimenti è peraltro essenziale per garantire la sicurezza e l’adeguatezza dell’infrastruttura autostradale, di cui gli utenti beneficiano.</p>



25	1	<p><b>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</b></p> <p><b>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)</b></p> <p>[...]</p>	<p><b>Allocazione del rischio traffico</b></p> <p>Si rileva un'apparente contraddizione all'interno della Delibera con riferimento all'allocazione del rischio traffico in capo al concessionario, in quanto da un lato sembra essere previsto il reset quinquennale delle previsioni (Misura 2), mentre dall'altro è prevista l'allocazione del rischio traffico sulla base delle previsioni assunte in fase di gara per i primi 15 anni (Misura 25). Inoltre, le modifiche proposte scontano diverse criticità.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Nel caso di previsioni di traffico fisse per un periodo di 15 anni, l'allocazione del rischio traffico interamente a carico del concessionario, lo esporrebbe a fattori di rischio al di fuori di qualsiasi sua capacità di previsione e gestione.</b></li> <li>• <b>Il rischio traffico andrebbe allocato sul concessionario unicamente durante il periodo regolatorio quinquennale, con aggiornamento delle stime di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio,</b> confermando l'attuale impostazione.</li> <li>• Anche per le concessioni vigenti per cui si è già concluso il terzo periodo regolatorio, <b>l'introduzione di un limite all'aggiornamento delle stime con cadenza quinquennale (entro un massimo del +/-10% rispetto alle stime "assunte in fase di gara") rappresenta comunque un cambio significativo rispetto all'attuale sistema tariffario.</b> In tal caso, stime di traffico passate diventerebbe vincolanti anche in ottica pro-futuro. Inoltre il riferimento alle stime assunte in fase di gara non è univoco.</li> <li>• La presenza del meccanismo di <b>revenue sharing</b> totalmente asimmetrico <b>limita eventuali possibilità di upside</b> per il concessionario, mentre mantiene (totalmente a carico del concessionario) <b>l'esposizione a un potenziale rischio di downside, nonostante la stessa Delibera n. 62/2024 ("Documento VIR") avesse prospettato possibilità di cambi all'attuale meccanismo, sottolineandone possibili limiti.</b></li> </ul>
25	1	<b>Verifica delle condizioni di</b>	<b>Verifica dell'equilibrio economico-finanziario</b>

	<p><b>equilibrio economico-finanziario della concessione</b></p> <p><b>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)"</b></p> <p>[...]</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Si rilevano una serie di criticità rispetto alle proposte della Misura 25, tra cui le seguenti. <b>Assenza di un quadro metodologico chiaro per le modalità di implementazione.</b> In particolare riguardo a: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>le modalità di calcolo dei benchmark di riferimento</b>, con riferimento al rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e al costo dell'equity da valorizzare su più periodi regolatori successivi all'attuale;</li> <li>○ <b>la corrispondenza tra (i) il TIR di progetto e il rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e (ii) il TIR Equity e il costo dell'equity</b> per l'intero periodo della concessione, date le misure prospettate riguardo a poste figurative e valore di subentro che, già ex ante, compromettono tale corrispondenza.</li> </ul> </li> <li>• <b>Scarsa rilevanza di alcuni degli indicatori individuati.</b> In particolare: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>ROIC: non è compreso tra gli indicatori previsti nella relazione illustrativa del contratto standard e non ne vengono chiarite nella Delibera le effettive modalità di valutazione.</b> Inoltre, risente dei principi contabili adottati nella redazione del bilancio, rendendone necessaria una normalizzazione al fine di permettere un confronto tra aziende diverse.</li> <li>○ <b>TIR Equity:</b> le modalità di calcolo dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascun concessionario, quali (i) il valore dell'equity e (ii) i flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Peraltra, il TIR Equity viene confrontato con il costo dell'equity regolatorio, che non considera la remunerazione di una parte del CIN al TIR previgente (come previsto dal meccanismo di salvaguardia). Il costo dell'equity regolatorio non risulta quindi un <i>benchmark</i> attendibile per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario né un riferimento della redditività attesa per il concessionario.</li> </ul> </li> </ul>
--	--	---

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Orizzonte temporale di calcolo non rappresentativo della situazione reale, in quanto non considera flussi di cassa e investimenti del periodo antecedente all'applicazione della misura.</b></li> </ul>
25	1	<p><b>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</b></p> <p><b>Misura 32-ter (Meccanismo di recupero in relazione al rendimento ammesso sul capitale proprio)</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Meccanismo di recupero del sovra-rendimento</b></p> <p>Come già rilevato, il calcolo del TIR <i>Equity</i> dovrebbe considerare le specificità dei concessionari. Inoltre, il confronto con il costo dell'<i>equity</i> per la verifica di un eventuale sovra-rendimento non è condivisibile e appare contrario ai principi del meccanismo di salvaguardia. <b>La verifica del sovra-rendimento così definita, e le relative misure di claw-back, hanno significativi impatti economici per i concessionari e neutralizzano l'implementazione del meccanismo di salvaguardia.</b></p> <p>Inoltre, <b>la Delibera prevede una forte asimmetria tra i limiti posti all'upside (sovra-rendimento) e le scarse/nulle tutele in caso di sotto-rendimento.</b> 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>Infine, più in generale, <b>meccanismi che limitano ex post la redditività estraendola, contraddicono la logica della regolazione incentivante rappresentata dal price-cap</b>, di fatto andando dunque in contrasto anche con i principi generali della legge che ha definito i poteri regolatori di ART.</p>
32	1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Quantificazione del valore di subentro</b></p> <p>Si ritiene fondamentale che il valore di subentro abbia qualificazioni tali da renderlo rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di rating. In linea di principio, questo aspetto dovrebbe essere integrato nel quadro regolatorio.</p>

				Inoltre, il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, potrà essere definito come riferimento generale, ma <b>lasciando comunque spazio a valutazioni caso per caso sulla base delle specificità di ciascuna concessione</b> , al fine di non irrigidire ulteriormente il modello regolatorio.
32	1	<b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b> [...]		<p><b>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</b></p> <p>In <i>primis</i> si sottolinea che le previsioni relative alle immobilizzazioni in corso (Misura 32.1, punto 7) non dovrebbero applicarsi agli interventi già oggetto delle convenzioni in essere, nemmeno se limitate al caso degli asset assoggettati al meccanismo di ammortamento secondo vite utili regolatorie.</p> <p>Infatti, il diverso trattamento degli asset sottoposti ad ammortamento secondo vite utili regolatorie per interventi già oggetto delle convenzioni in essere disincentiverebbe il ricorso a questa modalità di ammortamento.</p> <p>Più in generale, una diversa modalità di remunerazione del capitale per le immobilizzazioni in corso (LIC), applicando il costo del debito ammesso (Rd), non appare condivisibile.</p>
33	1	<b>Tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Tasso di remunerazione del capitale investito (WACC)</b></p> <p>Le proposte della Delibera hanno un impatto limitato nel mitigare le criticità dell'attuale metodologia e in alcuni casi risultano in modifiche peggiorative, che accentuano l'applicazione di WACC diversi a investimenti sostenuti nello stesso anno, contrariamente a quanto auspicato nel Documento VIR. Per maggiori dettagli si veda inoltre la risposta AISCAT alla delibera 140/2024 (<a href="#">link</a>).</p> <p>Inoltre, la metodologia di calcolo del WACC e i valori ottenuti risultano poco trasparenti, contrariamente alle valutazioni espresse nell'Analisi di Impatto della Regolazione (AIR).</p>

				Infine, sebbene l'introduzione di un <b>meccanismo di trigger</b> sia, in principio, positiva, la soglia di attivazione elevata e l'unica finestra di verifica <b>ne riducono significativamente la possibile efficacia.</b>
36	1, 2, 3, 4 e 5	<b>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</b> [...]		<p><b>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</b></p> <p>La proposta di ridurre significativamente il numero di aree tematiche e indicatori e la semplificazione dei meccanismi di attuazione del meccanismo premi/penalità rappresenta uno sviluppo positivo rispetto all'attuale quadro regolatorio.</p> <p>Al tempo stesso, non appare condivisibile <b>il passaggio a un meccanismo penalità/premi asimmetrico, senza peraltro esplicitare alcuna motivazione alla base del cambiamento.</b> Anche la formula di calcolo dei premi/penalità è costruita in modo asimmetrico, in quanto limita il valore massimo degli indicatori. Questa <b>formulazione disincentiva i concessionari a migliorare la qualità e ad investire negli ambiti che genererebbero il maggior value for money per gli utenti.</b></p>
38	1	<b>Poste figurative</b> <b>26.2 Disposizioni specifiche</b> [...]		<p><b>Poste figurative</b></p> <p>Le proposte relative al riconoscimento e attualizzazione delle poste figurative presentano rilevanti criticità che accentuano ulteriormente lo sbilanciamento tra la matrice dei rischi e il rendimento atteso dai concessionari. In particolare, con riferimento ai seguenti aspetti.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• L'utilizzo delle poste figurative di norma deriva da valutazioni di opportunità del Concedente, anche in relazione all'esigenza di contenimento delle tariffe, piuttosto che da una scelta del concessionario. La Delibera associa quindi una penalizzazione a un elemento che non dipende direttamente dal concessionario.</li> <li>• La Delibera identifica vantaggi di natura economica per i concessionari derivanti dall'utilizzo delle poste figurative e mira ad evitare comportamenti opportunistici</li> </ul>

				<p><b>dei concessionari che non trovano riscontro nella pratica</b>, in particolare in quanto l'ipotesi alla base dei presunti vantaggi (una domanda “fortemente elastica”, Relazione Illustrativa pag. 22) non è, al momento, accompagnata da evidenze.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Modalità differenti per l'attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative a seconda della tipologia di costi sottostanti portano a una sotto-remunerazione, minando l'equilibrio economico-finanziario dei concessionari, e disincentivando gli investimenti.</b> Nello Schema di AIR non si riscontrano tuttavia valutazioni circa gli impatti (significativi) sui concessionari.</li> <li>• <b>La mancata compensazione dei rischi associati alla componente di remunerazione delle poste figurative, scontata al tasso di inflazione programmata.</b> 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.</li> <li>• <b>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 ed il TIR – è stato individuato come il tasso appropriato per garantire la neutralità economico-finanziaria.</b></li> <li>• <b>Criteri ingiustificatamente stringenti per l'azzeramento del saldo di poste figurative</b> che appaiono superflui e eccessivamente complessi.</li> </ul>
40	2, 3	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b>		<p><b>Gearing</b></p> <p>Le modifiche proposte risentono di rilevanti criticità che vanificano qualunque potenziale beneficio da un passaggio a un <b>gearing nozionale</b>. In particolare:</p>

		[...]		<ul style="list-style-type: none"> <li>• La metodologia di calcolo del <b>gearing</b>, basata su due valori alternativi di carattere nozionale, presenta una grave incoerenza interna con la metodologia di <b>re-levering</b> del parametro <b>beta</b>, che non appare coerente con quanto prospettato nel Documento VIR né con i principi richiamati nella Relazione Illustrativa.</li> <li>• La misura intende “evitare comportamenti opportunistici associati a livelli di indebitamento eccessivamente elevati” (Relazione Illustrativa, pag. 26), ma ignora il fatto che la struttura finanziaria degli operatori non è del tutto svincolata dai rischi regolatori connessi al settore. 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.</li> <li>• Il valore nozionale del 75% individuato dalla Delibera è eccessivamente elevato per il settore autostradale ed è basato su intervalli identificati da Moody's per gli operatori di infrastrutture energetiche, mentre, in linea di principio, il valore nozionale di <b>gearing</b> applicato ai concessionari autostradali dovrebbe essere inferiore rispetto a quello degli operatori di infrastrutture energetiche o idriche, a causa della diversa esposizione a rischi quali variazioni nella domanda e il trattamento di eventuali variazioni nei costi di costruzione.</li> <li>• Il calcolo del <b>gearing</b> del concessionario è basato sui valori di libro del patrimonio netto e del debito lordo che include debiti intra-gruppo, ed elementi di discontinuità nel patrimonio netto. Nella prassi è invece generalmente raccomandato l'utilizzo dei valori di mercato.</li> </ul>
40	4	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito		<p><b>Costo del debito</b></p> <p>La metodologia proposta elimina alcune delle criticità della metodologia attuale (ovvero il disallineamento temporale nel calcolo del premio al debito e il cap allo stesso premio al debito), tuttavia ne introduce o mantiene delle altre altrettanto significative.</p>

		[...]		In primo luogo, il calcolo del costo del debito di settore effettuato sui dati di bilancio delle società risulta <b>poco trasparente e non è replicabile</b> . Inoltre, è soggetto ad <b>aggiustamenti di carattere arbitrario non ripercorribili</b> . In aggiunta, si ritiene che il semplice utilizzo di un indice iBoxx (il cui peso di 10% non è debitamente giustificato) non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani. Peraltro, andrebbero inclusi i costi di transazione e accensione del debito. Infine, l'utilizzo dei dati relativi agli “anni solari” per gli indici di mercato trascura un <b>significativo numero di dati più recenti</b> .
40	7	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Equity Risk Premium</b></p> <p>La metodologia proposta manca di trasparenza e introduce diversi elementi di incertezza e di potenziale incoerenza con il calcolo di altri parametri. In particolare, la metodologia di calcolo, per come descritta nella consultazione, non è sufficientemente chiara sull'approccio effettivamente adottato, con potenziali criticità rispetto ad es. all'orizzonte di calcolo considerato nella ponderazione dell'<i>equity risk premium</i> e ai Paesi inclusi nel calcolo. Inoltre, andrebbe valutata la coerenza tra quanto proposto per il <b>calcolo dell'equity risk premium</b> e il <b>calcolo del tasso risk-free</b> (sulla base dei titoli di stato italiani).</p>
40	8	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Beta</b></p> <p>La metodologia proposta per il calcolo del <b>beta</b> presenta numerosi elementi di criticità.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La mancanza di coerenza tra la metodologia di <i>re-levering</i> proposta nella Delibera e i valori nozionali di <i>gearing</i> stabiliti risulta ingiustificata e porta ad una doppia penalizzazione per le imprese con <i>gearing</i> nozionale del 75%.</li> <li>• Il campione di <i>comparables</i> include imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali, in particolare Snam e Terna, che sono sottoposte a un quadro regolatorio che riduce significativamente l'esposizione a</li> </ul>

				<p>diversi rischi rispetto alle autostrade italiane; e non sono quindi rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali. Inoltre non è chiarito il processo di selezione dei quattro <i>comparables</i>, escludendone altri potenzialmente più adatti, ad esempio <b>altri operatori di concessioni autostradali quali Vinci e Sacyr, o le società aeroportuali</b>, che <b>sarebbero coerenti con i criteri individuali dalla Delibera e più rappresentativi del profilo di rischio delle autostrade.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente</b> può condurre a maggiori fluttuazioni del <i>beta</i> tra un periodo regolatorio e l'altro.</li> <li>• <b>La mancanza di indicazioni chiare rispetto alle modalità di de-levering dei beta individuati per le società comparabili.</b> Al riguardo, la prassi regolatoria in materia è di effettuare il <i>de-levering</i> utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato delle imprese.</li> </ul> <p>Infine, come per altri parametri, <b>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.</b></p>
40	9	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Remunerazione del valore di subentro</b></p> <p>Differenziare la remunerazione del valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando un tasso inferiore al WACC, presenta forti criticità. Peraltro, l'applicazione dello stesso tasso anche all'eventuale quota di valore di subentro correlata al CIN ante appare contrario al meccanismo di salvaguardia, che prevede la remunerazione del CIN ante al TIR.</p> <p>In primo luogo, la ricostruzione secondo cui “attualmente, non è prevista una remunerazione di detto valore di subentro” (Relazione Illustrativa, pag. 31) risulta</p>

			<p><b>estranea all'attuale regolazione e non è condivisibile</b> (si veda ad es. la delibera n. 71/2019, Allegato A, Misura 2.16; o Misura 4.1, lettera b, e Misura 5 della stessa delibera).</p> <p>La modifica proposta <b>comprometterebbe il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC</b> regolatorio del settore. Peraltro, un diverso trattamento non è giustificato, in quanto gli investimenti riflessi nel valore di subentro, come gli altri, sono:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>finanziati tramite la struttura finanziaria adottata dal concessionario</b>, facendo dunque ricorso tanto al capitale di debito, quanto al capitale proprio;</li><li>• <b>soggetti al rischio costruzione</b> e a eventuali <i>cost overrun</i> che non sono riconosciuti. La remunerazione inferiore al WACC ne sottostimerebbe il corretto profilo di rischio/rendimento;</li><li>• <b>soggetti ai rischi di mercato</b>. Il concessionario entrante sarà disposto al pagamento del valore di subentro solo se ritiene che la concessione presenti un rendimento atteso adeguato e pari, <i>ex ante</i>, al WACC di settore.</li></ul> <p>Infine, la misura risulta in sostanziale discontinuità con il quadro regolatorio vigente, <b>implicando la violazione dei principi di orientamento al costo insiti nella regolazione</b>, ed è inoltre in discontinuità con quanto applicato in altri settori regolati (incluso il settore aeroportuale).</p>
--	--	--	---