

Milano, 16 luglio 2025

Spettabile
**Autorità di Regolazione
dei Trasporti**

pec@pec.autorita-trasporti.it

Oggetto: “Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali di cui all’articolo 37, comma 2, lettera g), del d.l. 201/2011” - Trasmissione osservazioni e proposte di Concessioni Autostradali Lombarde S.p.A.

Spettabile Autorità,

con riferimento alla Delibera n. 75 del 15 maggio 2025 relativa a quanto riportato in epigrafe e al procedimento di consultazione con la stessa avviato, con la presente, si trasmette in allegato il documento in formato editabile contenente le osservazioni e le proposte di Concessioni Autostradali Lombarde S.p.A. quale soggetto concedente delle autostrade Brebemi, Autostrada Pedemontana Lombarda e Tangenziale Est Esterna di Milano.

Rimanendo a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, l'occasione è gradita per porgere distinti saluti.

Concessioni Autostradali Lombarde S.p.A.
Il Direttore Generale
(Giacomo Melis)

*Documento informatico firmato digitalmente
ai sensi D. Lgs. 7 marzo 2005, n. 82*

Allegato: Osservazioni e proposte di Concessioni Autostradali Lombarde S.p.A. editate secondo le modalità individuate nell'allegato B alla Delibera n. 75 del 15 maggio 2025.

Misura	Citazione del testo oggetto di osservazione/proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato/integrato	Breve nota illustrativa dell'osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
5	<p>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° gennaio 2026 si applicano le misure di cui al Titolo 4 e al Titolo 5.</p>	<p>Le misure del presente provvedimento si applicano alle nuove concessioni</p> <p>In subordine</p> <p>Le misure del presente provvedimento si applicano concessioni in essere, i cui PEF (sottoposti a revisione o aggiornamento) non siano ancora stati oggetto di parere favorevole da parte del Cipess</p>	<p>Ai sensi del punto 5 dell'Allegato A alla Delibera, le misure 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 della Delibera) e, 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>In sostanza, le previsioni della predetta Delibera si applicano alle concessioni in essere e, con riferimento alle misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3, pure alle concessioni il cui PEF non sia ancora definitivamente approvato ed efficace.</p> <p>Al riguardo, sarebbe <u>opportuno</u> stabilire che le previsioni della Delibera si applichino <u>unicamente</u> alle concessioni affidate successivamente all'entrata in vigore della Delibera stessa.</p> <p>Come è noto, infatti, in ossequio ai fondamentali principi di certezza del diritto, tutela del legittimo affidamento e di tutela del mercato interno, posti dall'ordinamento comunitario e nazionale, non è</p>

			<p>consentito alterare unilateralmente e autoritativamente (e tantomeno ad opera di un terzo estraneo al negozio) il quadro regolatorio e l'assetto contrattuale consolidato nel tempo tra le parti.</p> <p>Invero, il principio del legittimo affidamento si identifica con l'interesse alla tutela di chi confida in una certa situazione che si è definita e consolidata nella realtà giuridica.</p> <p>Tale principio trova, anzitutto, copertura a livello europeo, come costantemente interpretato dalla Corte di Giustizia UE, la quale ha più volte chiarito che <i>«i principi della tutela del legittimo affidamento e della certezza del diritto fanno parte dell'ordinamento giuridico comunitario; pertanto devono essere rispettati dalle istituzioni comunitarie ma anche dagli Stati membri nell'esercizio dei poteri loro conferiti dalle direttive comunitarie»</i> (cfr. CGUE, 10 settembre 2009, causa C-201/08; in tal senso cfr. <i>ex multis</i> anche CGUE 21 febbraio 2008, causa C-271/06; CGUE 26 aprile 2005, causa C-376/02).</p> <p>Il principio del legittimo affidamento ha poi trovato espresso riconoscimento anche a livello costituzionale: infatti <i>«l'affidamento del cittadino nella sicurezza giuridica (...) costituisce elemento fondamentale e indispensabile dello Stato di diritto»</i> (cfr. Corte Cost., 17 dicembre 1985, n. 349); inoltre, secondo l'insegnamento della Corte Cost., tale</p>
--	--	--	--

			<p>principio è «<i>connesso alla libertà dell'iniziativa economica privata, da garantire, come è ormai ius receptum, non solo nel momento iniziale, ma anche durante il suo dinamico sviluppo, al quale appunto si ricollega il ricordato principio</i>» (cfr. Corte Cost., 4 aprile 1990, n. 155).</p> <p>Pertanto, l'affidamento del cittadino è particolarmente protetto là dove si collochi all'interno dell'esercizio della libera iniziativa privata ex art. 41 Cost. In questo ambito, infatti, qualsiasi intervento unilaterale del legislatore o del potere pubblico, che incida su rapporti privati, rischia di ledere diritti di libertà costituzionalmente garantiti.</p> <p>La portata del principio del legittimo affidamento è, inoltre, stata declinata all'interno dei c.d. settori regolamentati.</p> <p>In particolare, la Commissione dell'Unione Europea – nella sopra richiamata procedura di infrazione – ha precisato che i principi di certezza del diritto e di tutela nel settore autostradale ostano a normative o provvedimenti che incidono unilateralmente sui rapporti concessori, mutando l'assetto convenzionale pattuito dalle parti. Ciò in quanto siffatti interventi frustrano le esigenze di prevedibilità dell'assetto regolatorio, funzionali al corretto funzionamento del mercato interno e alla piena realizzazione dei principi di libertà di stabilimento e</p>
--	--	--	---

			<p>circolazione dei capitali enunciati dagli artt. 63 e 49 TFUE.</p> <p>Parimenti, la giurisprudenza amministrativa (cfr., ad es., T.A.R. Campania Napoli, n. 5034 del 2014) ha confermato che il Concessionario non può subire mutamenti unilaterali della disciplina contrattuale qualora vi sia una consolidata fiducia nella permanenza nel tempo di un determinato assetto regolatorio.</p> <p>Nel caso di specie, le misure introdotte dalla Delibera non soltanto incidono sull'assetto dei rapporti consolidati delle parti ma sembrano anche introdurre misure eccessivamente sproporzionate e dagli effetti estremamente pregiudizievoli. Basti, infatti, considerare che la Delibera incide autoritativamente sul fulcro del sinallagma ed equilibrio economico della Concessione e sugli strumenti mediante i quali i concessionari remunerano gli investimenti compiuti, oltretutto all'interno di rapporti di lunghissima durata.</p> <p>Pertanto, e come anticipato, sarebbe opportuno che le previsioni della Delibera si applichino <u>unicamente</u> alle concessioni affidate successivamente all'entrata in vigore della Delibera stessa, dal momento che, in caso contrario, risulterebbero gravemente violati gli illustrati principi di certezza del diritto e il legittimo affidamento che i Concessionari (soprattutto quelli di</p>
--	--	--	---

			<p>cui CAL è Concedente) hanno pacificamente maturato in ordine nella stabilità dell'assetto regolatorio e convenzionale e, dunque, alla sua intangibilità unilaterale e autoritativa.</p> <p>Al riguardo, si segnala che i concessionari hanno già preannunciato che, in caso di conferma della delibera in esame, procederanno con tutte le azioni a tutela dei propri diritti e interessi, inclusa la probabile risoluzione della concessione in essere.</p> <p><u>In via subordinata</u>, si potrebbe quantomeno <u>limitare e circoscrivere</u> l'applicazione della Delibera alle concessioni in essere, i cui PEF (sottoposti a revisione o aggiornamento) non siano ancora stati oggetto di parere favorevole da parte del Cipess</p> <p>In tal modo, infatti, sarebbero per lo meno rispettati i principi di economicità ed efficienza dell'azione amministrativa, dal momento che non sarebbe necessario riavviare, ab origine, i procedimenti amministrativi ormai conclusi (essendosi espresso anche il Cipess) e sui quali tutti gli Enti e le Autorità competenti hanno effettuato la propria istruttoria ed espresso i relativi pareri.</p>
20	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi		<p>Il nuovo meccanismo prevede percentuali e parametri differenti da quelli già concordati con i Concessionari TEM e Pedemontana in occasione dei recenti aggiornamenti del PEF, non oggetto di</p>

			alcuna richiesta di modifica da parte dell'ART. Si ritiene quindi di lasciarli invariati.
21	<p>a) Investimenti effettivamente realizzati dal concessionario rispetto a quanto programmato nel PEF vigente:</p> <p><i>Il concedente fornisce evidenza, distintamente per ciascun intervento riconosciuto in tariffa nel PEF vigente e contenuto nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, dell'importo, al lordo di eventuali contributi a fondo perduto, delle opere effettivamente realizzate nell'annualità in corso, sulla base dei dati consuntivi e preconsuntivi disponibili al 30 settembre di ogni anno, fornendo altresì separata evidenza di eventuali contributi a fondo perduto associati a ciascun intervento.</i></p> <p>b) Conguaglio relativo ai dati a consuntivo dell'anno precedente quello in corso:</p> <p><i>Il concedente fornisce evidenza, distintamente per ciascun intervento riconosciuto in tariffa nel PEF vigente e contenuto nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, di eventuali scostamenti fra l'importo a preconsuntivo dichiarato nel corso dell'annualità precedente – assunto per l'adeguamento tariffario riferibile all'annualità in corso – e l'importo a consuntivo</i></p>		<p>Per autostrade in fase di costruzione è estremamente oneroso produrre le rendicontazioni richieste entro il 30 settembre di ogni anno; inoltre, eventuali variazioni anche fisiologiche durante la fase costruttiva delle opere che dovessero verificarsi, porterebbero ad ingiustificate penalizzazioni nel meccanismo di incremento tariffario. Va quindi tenuta in considerazione al specificità delle autostrade greenfield in fase realizzativa, per le quali le misure in oggetto non devono essere previste.</p>

	<p><i>relativo al medesimo periodo, preventivamente validato dal concedente stesso.</i></p> <p><i>c) Interventi di carattere urgente ed indifferibile, dovuti a cause di forza maggiore:</i></p> <p><i>Il concedente fornisce evidenza, distintamente per ciascuno di essi, di eventuali interventi di carattere urgente e indifferibile correlati a cause di forza maggiore, che, non riconosciuti in tariffa nel PEF vigente ma approvati in linea tecnica dal concedente stesso sulla base di motivate e documentate esigenze, dovranno essere realizzati nelle residue annualità del periodo tariffario a partire dall'anno in corso e pertanto inseriti, con separata evidenza, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, fornendone altresì: (i) il cronoprogramma di realizzazione e i conseguenti importi annualmente riconosciuti in tariffa; (ii) il relativo importo delle opere effettivamente realizzate nell'annualità in corso, sulla base dei dati consuntivi e preconsuntivi disponibili.</i></p> <p><i>d) Aggiornamenti del cronoprogramma degli investimenti già programmati:</i></p>		
--	--	--	--

	<p><i>Fermo restando che l'importo complessivo ammesso in tariffa in riferimento a ciascun intervento programmato può essere oggetto di variazione solo all'atto dell'aggiornamento quinquennale del PEF, il concedente fornisce evidenza, distintamente per ciascun intervento, di eventuali adeguamenti, formalmente autorizzati dal concedente stesso, del cronoprogramma di realizzazione e dei conseguenti scostamenti degli importi annualmente riconosciuti in tariffa, rispetto a quanto contenuto nel Programma degli Investimenti allegato al PFR per le annualità residue del periodo regolatorio, a partire dall'anno successivo a quello in corso.</i></p>		
25.7 e 25.8	<p>b) <u>Return on Invested Capital</u> (ROIC) medio: indica il valore medio del rapporto, calcolato per ciascun esercizio dalla data di applicazione della presente misura, e fino alla scadenza della concessione, fra il risultato operativo, al netto delle imposte figurative maturate sul medesimo reddito operativo, scaturente dalle attività autostradali ed accessorie, e la quota di capitale investito netto del concessionario afferente alle medesime attività. Tale valore medio per l'intero periodo considerato si ottiene ponderando il ROIC calcolato in ciascun anno con il relativo capitale investito netto, riferibile alla medesima annualità.</p>	<p>Eliminare l'indicatore ROIC</p>	<p>La Scrivente suggerisce l'eliminazione del ROIC, in quanto sono sufficienti il TIR di Progetto e il TIR dell'Equity per misurare la redditività del progetto e del capitale proprio.</p> <p>A dimostrazione di ciò, l'ART al punto 8 non ne individua neanche i margini di tolleranza, al fine di misurare un'alterazione dell'equilibrio economico-finanziario.</p>

	<p>Tale tasso è rilevato con cadenza quinquennale a partire dall'inizio del primo periodo regolatorio utile.</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>TIR di progetto: da -70 a +120 punti base rispetto al WACC medio;</p> <p>TIR Equity: da -70 a +120 punti base rispetto al Re medio;</p> <p>DSCR: -0,1;</p> <p>LLCR: -0,3.</p>		
28.5	<p>5. Rappresentano oneri non ammissibili ai fini regolatori, oltre che i costi riconducibili ad attività di cui alla Misura 3, lettera c), le tipologie di costo di seguito indicate, che in nessun caso potranno essere considerate nel perimetro dei costi operativi:</p> <p>k) oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi.</p>	<p>k) oneri correlati al recupero dei crediti da mancata riscossione dei pedaggi, ad eccezione di quelli connessi al sistema free flow</p>	<p>Gli oneri correlati al recupero dei crediti, nel caso di autostrade dotate di sistema free-flow, che rappresentano il futuro del sistema viario, garantendo un minor impatto ambientale e un risparmio di tempo per l'utenza, ad oggi possono risultare ancora particolarmente gravosi e costituiscono una voce rilevante dei costi di gestione. Si chiede quindi all'ART di considerare detta specificità nell'Allegato A alla Delibera n. 75/2025.</p>

35.1	<p>$C_{rc,ES,(t+1)}$ indica i costi di remunerazione del capitale, afferenti alla quota di Capitale investito netto afferente alle immobilizzazioni in esercizio, nonché a quelle in corso assoggettate ad ammortamento finanziario, di cui alla Misura 12, punto 2, lettera a), così come riportato nel PFR, calcolati al 1° gennaio dell'anno t+1 applicando la metodologia di cui alla Misura 15, nel seguente modo:</p> $C_{rc,ES,(t+1)} = (CIN_{ES,(t+1)} - TV_{(t+1)}) * R + TV_{(t+1)} \cdot R_{TV}$	<p>[...]applicando la metodologia di cui alla Misura 15, nel seguente modo:</p> $C_{rc,ES,(t+1)} = CIN_{ES,(t+1)} * R$	<p>Il valore di subentro a parere della Scrivente non dovrebbe essere remunerato ad un tasso differente dal WACC, in quanto fa parte dell'investimento complessivo dell'infrastruttura autostradale e di conseguenza non c'è alcuna motivazione economico-finanziaria tale per cui debba essere remunerato ad un tasso inferiore del 20%, come invece è previsto alla Misura 40.9.</p>
38.3	<p>c) componente di Poste Figurative $PF_{rem,ante}$ correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</p> <p>d) componente di Poste Figurative $PF_{rem,post}$ correlata alla somma dei costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 19;</p>	<p>a) componente di Poste Figurative $PF_{rem,ante}$ correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17;</p> <p>b) componente di Poste Figurative $PF_{rem,post}$ correlata alla somma dei</p>	<p>Sulla base di quanto previsto dalla Misura 9.1 in merito alla verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione nel PEF (TIR di Progetto tende al WACC e TIR Equity tende al R_e), si evidenzia che detto equilibrio non è realizzabile se le poste figurative, correlate alla remunerazione di CIN ante e CIN post, sono attualizzate nel PFR al tasso di inflazione programmata e non rispettivamente al TIR previgente e al WACC.</p> <p>Detta impostazione, infatti, garantirà un azzeramento delle poste figurative a fine concessione e un equilibrio a livello di PFR, ma produrrà anche un incremento tariffario più basso che, una volta inserito nel PEF, non genererà flussi di cassa operativi sufficienti per un TIR di Progetto che tende al WACC.</p>

		<p><i>costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16;</i></p>	<p>Medesimo risultato si otterrà per i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, che contribuiscono alla determinazione del TIR dell'Equity rispetto al Ke.</p> <p>Posto quanto sopra in merito all'impossibilità di raggiungere l'equilibrio economico-finanziario del PEF previsto dalla stessa ART, si segnala inoltre che l'effetto dell'utilizzo dell'attualizzazione dei costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post attraverso il tasso di inflazione programmata comporterebbe una marcata riduzione della redditività, sia relativamente al Progetto che specificatamente al capitale proprio, assolutamente insostenibile per il Concessionario e al di fuori di quanto previsto dal Contratto di Concessione. L'esito altamente prevedibile dell'applicazione di quanto previsto al 38.3 da ART sarebbe il recesso dalla Concessione su richiesta del Concessionario, con conseguente pagamento di diversi miliardi di Euro da parte dello Stato per l'infrastruttura autostradale non ammortizzata e per le relative penali, come stabilito dal Codice dei Contratti Pubblici.</p>
40.2	<p>Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o <i>gearing</i>, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>a) 50%, per tutte le imprese il cui <i>gearing</i> medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC</p>		<p>Giova ricordare che le tre autostrade di competenza CAL sono state realizzate in project financing in tempistiche molto recenti – Brebemi ha ultimato i lavori di costruzione nel 2014, TEEM nel 2015, mentre parte delle tratte che costituiscono la</p>

	<p>secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta inferiore a 75% e, nel caso di nuova concessione, per il primo periodo regolatorio;</p> <p>b) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui <i>gearing</i> medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui al seguente punto 3, risulta maggiore o uguale a 75%.</p> <p>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 <i>gearing</i> 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</p>		<p>Pedemontana Lombarda risultano ancora in fase di costruzione. Pertanto, l'ingente investimento sostenuto dai Concessionari non è ancora finanziariamente ammortizzato.</p> <p>A tal proposito, la metodologia proposta dall'ART non appare tenere in considerazione nella determinazione del WACC dei differenti rischi connessi alla realizzazione e gestione di un'infrastruttura autostradale non finanziariamente ammortizzata rispetto a una già completamente ammortizzata e che necessita solamente di interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, seppur onerosi.</p> <p>Più nel dettaglio e in un'ottica di confronto si rileva che:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ un'infrastruttura recente come Brebemi, TEEM e Pedemontana Lombarda non ha per logiche ragioni uno storico di volumi di traffico, di conseguenza un Concessionario basa interamente i ricavi da pedaggio del PEF/PFR su stime scaturenti da uno Studio di Traffico effettuato da società specializzate, ma con alea di incertezza importanti anche in considerazione della variabilità della leva tariffaria nel corso della concessione. Al contrario un'infrastruttura già finanziariamente ammortizzata può contare
--	--	--	---

	<p>economico-finanziario della concessione, e dei debiti di cui alla lettera a).</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> <ul style="list-style-type: none"> i. in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio; ii. escludendo i dati relativi alle concessioni scadute; iii. tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti. Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati; iv. includendo i debiti di tipo infruttifero (ad eccezione dei debiti verso il Fondo Centrale di Garanzia), i debiti infragruppo e i debiti verso soci. Qualora il valore del costo di indebitamento della singola concessione relativa ai debiti infragruppo e ai debiti 		<p>su anni e spesso decenni di storico di volumi di traffico consuntivati sulla propria rete, che in pratica eliminano o quantomeno mitigano fortemente per il Concessionario il rischio di errore di stima nelle previsioni future dei volumi di traffico. Considerando che ART, sotto determinate condizioni che si ritrovano anche nelle tre autostrade di cui CAL è Concedente, intende modificare il timing del rischio traffico trasferito al Concessionario da 5 anni a 15 anni, la Scrivente segnala che detta modifica ha un impatto molto differente sulle due tipologie di infrastrutture sopra descritte.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ l'investimento di una infrastruttura autostradale di recente realizzazione è finanziariamente molto impegnativo e richiede immancabilmente un cospicuo ricorso a capitale di debito. Analizzando il Fonte-Impieghi al termine della costruzione dei PEF delle tre concessioni di cui CAL è Concedente, si attesta infatti attorno al 70% del totale delle fonti di finanziamento. Ciò comporta un rischio finanziario estremamente rilevante (monetizzandolo si è nell'ordine di grandezza di miliardi di Euro) che gli istituti finanziatori traducono in oneri finanziari
--	---	--	---

	<p>verso soci risulti superiore di 50 punti base rispetto alla media del costo di indebitamento verso terzi, tali singoli valori non saranno inclusi nel calcolo del costo del capitale di debito;</p> <p>b) il costo del debito <i>benchmark</i>, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici <i>iBoxx</i> delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, relativo agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come mediana del valore annuo delle rilevazioni giornaliere.</p> <p>Ai fini del calcolo del costo ammesso sul capitale di debito, il costo medio del debito di settore di cui alla lettera a) è ponderato con un peso pari a 90%, mentre il costo del debito <i>benchmark</i> di cui alla lettera b) al 10%.</p> <p>5. Il costo ammesso del capitale di rischio è determinato secondo la metodologia del <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM), che descrive la relazione lineare tra rendimento atteso dell'attività e rischio, secondo la seguente formula:</p> $Re = RFR + \beta_e \cdot ERP$ <p>dove:</p> <p><i>RFR</i> è il <i>risk free rate</i>, ovvero il tasso di rendimento un'attività priva di rischio;</p>		<p>particolarmente gravosi, che riflettono la rischiosità dell'operazione.</p> <p>Diverso è il caso di un'infrastruttura già finanziariamente ammortizzata che accende un finanziamento per la realizzazione di manutenzioni ordinarie e straordinarie sulla propria rete: si tratta di importi inferiori e quindi più facilmente bancabili; la società concessionaria in tal caso ha uno storico maggiore e risulta maggiormente patrimonializzata, rispetto ad esempio di una SPV costituita ad hoc per un singolo progetto, come prevede l'istituto della Finanza di Progetto previsto nel Codice dei Contratti .</p> <p>Dai punti sopra esposti è chiaro che la costruzione e gestione rispetto alla sola gestione presenta un rischio connesso alle previsioni di traffico e un rischio finanziario decisamente più importanti, che si dovrebbero riflettere in un differente WACC, in termini di gearing, costo del debito e costo dell'equity, magari prevedendo un additional risk premium.</p> <p>La Scrivente chiede quindi una differenziazione nella determinazione del WACC tra le autostrade la cui costruzione non è finanziariamente ammortizzata e quelle che invece sono interamente ammortizzate e</p>
--	--	--	---

	<p>β_e è l'<i>equity beta</i>, che misura il rischio sistematico non diversificabile di un investimento;</p> <p>ERP è l'<i>equity risk premium</i>, ovvero il premio sul capitale di rischio.</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>7. L'<i>equity risk premium</i> 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, precedentemente determinati tramite la seguente relazione di ponderazione:</p> $E(W_i) = t - n t - 1 Ra_i + n - 1 t - 1 Rg_i$ <p>dove:</p> <p>Ra_i è la media aritmetica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi;</p> <p>Rg_i rappresenta la media geometrica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi;</p> <p>t corrisponde all'orizzonte temporale considerato dalle stime,</p>		<p>che necessitano solamente di manutenzioni ordinarie e straordinarie, valorizzando il diverso profilo di rischio dei due investimenti.</p>
--	---	--	--

	<p>n è il periodo medio di durata di un investimento, assunto pari a 15 anni.</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>Ogni singolo <i>equity beta</i> determinato per l'i-esima società comparable (β_{ie}) viene convertito in beta delle attività (c.d. <i>asset beta</i>, β_{ia}), operando il c.d. <i>delevering</i>, in modo da ottenere dei parametri che riflettono il rischio sistematico delle imprese depurato del rischio associato al livello di leva finanziaria individuale (Di/Ei) e dell'effetto della singola tassazione (t_i): $\beta_{ia} = \beta_{ie} / (1 + (1 - t_i) * Di/Ei)$</p> <p>I singoli asset beta così determinati, sono sintetizzati in un unico indicatore (β_a), tramite l'utilizzo della media; in fase di prima applicazione, anziché la media semplice, sarà applicata la media ponderata in funzione del rischio</p>		
--	--	--	--

	<p>registrato dal livello del singolo <i>asset beta</i> (β_a). Tale valore viene ritarato (c.d. <i>relevering</i>) sulla base della leva nozionale <i>benchmark</i> del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un <i>gearing</i> pari a 50%), finalizzata a tenere conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore: $\beta_e = \beta_a \cdot [1 + (1 - t) \cdot DE]$</p> <p>I <i>comparables</i> sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità; b) essere quotate in borsa; c) avere disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo; d) avere rating creditizio di “<i>investment grade</i>”; e) essere operative principalmente nell’Unione Europea; f) non essere coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico; g) essere operative in settori analoghi dal punto di vista dell’infrastruttura, anche prendendo in considerazione altri settori infrastrutturali a rete diversi da quello strettamente in esame, caratterizzati da monopoli 		
--	---	--	--

naturali e sottoposti a regolazione, che gestiscono infrastrutture strategiche in un contesto macroeconomico coerente con l'ERP considerato.

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

Tabella 3. Comparables per il calcolo del parametro β

Comparables
EIFFAGE
FERROVIAL
SNAM
TERNA

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

9. Ai fini del calcolo del tasso di remunerazione applicabile al valore di subentro (*RTV*), 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%.

10. L'applicazione dei predetti parametri determina i seguenti valori del tasso di remunerazione del capitale investito validi, a partire dal 1° gennaio 2026, per il primo periodo regolatorio di applicazione del presente Sistema tariffario:

	<p>a) WACC ex punto 2, lettera a): _%;</p> <p>b) WACC ex punto 2, lettera b): _%;</p> <p>c) WACC ex punto 9: _% nel caso di cui al punto 2 lettera a), e : _% nel caso di cui al punto 2 lettera b).</p>		
40.4	<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>Si chiede se è possibile chiarire il significato e con un esempio l'applicazione di "<i>media ponderata crescente</i>"</p>