



Roma, 26 novembre 2025

Prot. n. 2810/25

Spettabile  
Autorità di Regolazione dei Trasporti  
PEC: [pec@pec.autorita-trasporti.it](mailto:pec@pec.autorita-trasporti.it)

Alla c.a. del Presidente Dott. Nicola Zaccheo

E p.c.: Al Segretario Generale Dott. Guido Improta  
Al Vice Segretario Generale Dott. Alessio Quaranta

**OGGETTO: Procedimento di consultazione pubblica avviato con Delibera ART n. 188/2025**

Facciamo riferimento alla Delibera n. 188/2025, con la quale codesta Autorità ha indetto una nuova consultazione pubblica in merito all'aggiornamento del sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni in essere.

Al riguardo la scrivente Associazione, nella prospettiva di offrire un contributo collaborativo sul testo proposto, ha redatto un documento di analisi che viene trasmesso contestualmente alla presente ai Vostri Uffici secondo le modalità previste dal procedimento ed alla cui lettura si rimanda per una completa illustrazione delle osservazioni emerse.

In detto documento, si è ritenuto opportuno fornire il punto di vista del comparto autostradale in concessione su quegli elementi del modello tariffario considerati, a parere della scrivente, maggiormente critici.

Tanto premesso, in questa sede teniamo innanzitutto ad esprimere il nostro apprezzamento verso gli aspetti migliorativi introdotti con la delibera n.188, ma al contempo dobbiamo evidenziare il permanere purtroppo di talune misure dall'impatto eccessivamente penalizzante che, risultando in netta discontinuità rispetto al passato, porrebbero serie criticità in primo luogo per quanto concerne il rischio regolatorio delle concessionarie ed in secondo luogo per quanto concerne gli aspetti interpretativi e implementativi del quadro di riferimento da parte delle istituzioni interessate (in particolare il MIT e gli altri enti concedenti). Ciò, condurrebbe

CONFINDUSTRIA



inevitabilmente ad un incremento dei ritardi già accumulati per le procedure di approvazione dei PEF, creando incertezza circa le condizioni di finanziabilità degli investimenti necessari per garantire la sicurezza e l'ammodernamento delle infrastrutture.

Le misure proposte in diversi casi finiscono per produrre effetti retroattivi, vanificando le clausole di salvaguardia previste dal quadro regolatorio oggi vigente. In altri termini, la disciplina in consultazione incide sull'equa remunerazione degli investimenti realizzati ed in corso di realizzazione, non garantendo il necessario equo bilanciamento tra esigenze pubbliche e necessità programmatiche/organizzative degli operatori. In un contesto come quello attuale – contraddistinto nei recenti anni per numerosi eventi di carattere straordinario/imprevedibili quali la pandemia da Covid-19 o l'aumento dei prezzi causato dalla crisi energetica e dalla guerra in Ucraina – sarebbe invece auspicabile un *framework* regolatorio stabile che consenta alle concessioni vigenti di arrivare a scadenza in ottemperanza ai propri obblighi contrattuali.

I principi sopra indicati sono espressamente richiamati anche nella recente sentenza della Corte costituzionale n.147/2025, la quale ha ricordato come norme nazionali che incidano negativamente sulla profittabilità di esercizio dell'attività in concessione possano trovare giustificazione solo se necessarie e proporzionate al perseguimento di comprovate, superiori finalità di interesse pubblico, dovendosi sempre limitare quanto possibile la compressione dei principi di certezza del diritto e legittimo affidamento.

In questo caso, le misure proposte nella Delibera 188/2025 parrebbero rendere meno profittevole l'attività delle concessionarie e le stesse non risultano proporzionate e/o giustificate da superiori finalità di interesse pubblico.

Va altresì ricordato, al riguardo, che il tasso di remunerazione individuato da ART per il nostro settore, applicato alla remunerazione degli investimenti pre-tassazione, risulta – anche prima delle revisioni metodologiche previste dalle misure in consultazione – tra i più bassi se confrontati con altri settori infrastrutturali nazionali regolati. Si evidenzia in proposito che:

- il WACC del settore autostradale, oltre ad essere inferiore a quello riconosciuto per il settore aeroportuale, è anche inferiore rispetto al WACC individuato da ARERA per le infrastrutture energetiche pur a fronte di rischi ridotti rispetto a quelli sostenuti dai concessionari autostradali.
- La situazione di stallo nelle procedure di approvazione dei PEF, e degli adeguamenti tariffari annuali, ha determinato nel corso degli ultimi anni il conseguimento di incrementi inferiori all'inflazione, anche in un periodo in cui tutte le altre infrastrutture di rete e servizi essenziali hanno invece conseguito aumenti significativi delle tariffe a fronte della situazione macroeconomica alterata da conflitti internazionali e crisi energetica.



- Gli strumenti regolatori utilizzati sino ad ora nel settore autostradale hanno garantito e continuano a garantire – nella loro configurazione attuale – la neutralità economico-finanziaria dei rapporti concessori, e quindi l'assenza di extra-profitti per i concessionari che tramite la loro implementazione conseguono solamente la legittima compensazione per gli investimenti effettivamente realizzati.

Rimandando, come già detto, alla lettura del documento completo inoltrato in sede di consultazione per un approfondimento tecnico delle sopra citate tematiche, e dando nel contempo piena disponibilità da parte del settore rappresentato ad una interlocuzione collaborativa e diretta – anche tramite apposito tavolo di confronto – funzionale al raggiungimento di una evoluzione del processo di revisione del modello tariffario, ringraziamo per l'attenzione accordataci ed inviamo i nostri migliori saluti.

dott. Arrigo Giana  
(Vicepresidente AISCAT)



avv. Marco Monaco  
(Vicepresidente AISCAT)



dr. ing. Umberto Tosoni  
(Vicepresidente AISCAT)

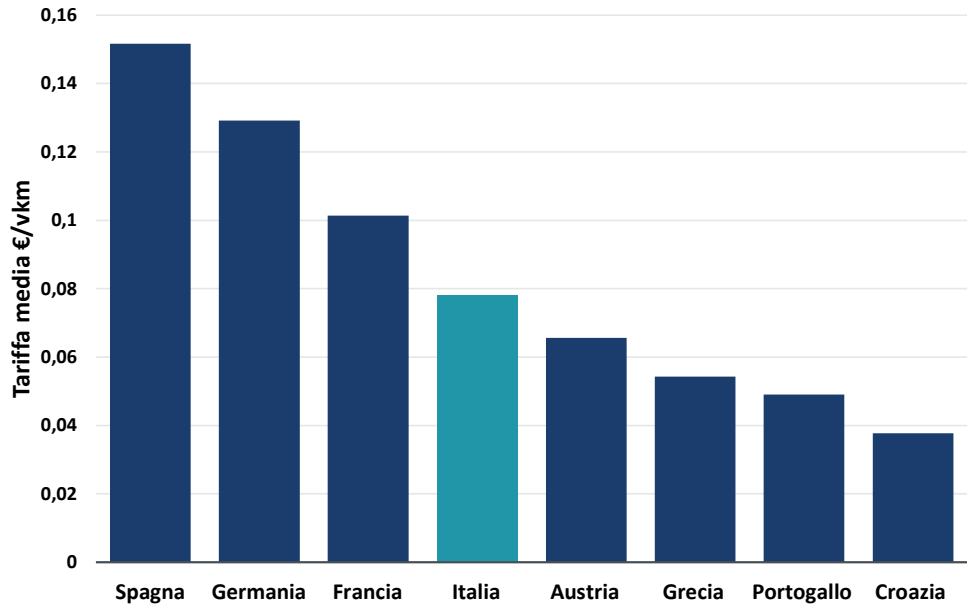


Osservazioni sulla delibera 188/2025 - “Aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all’articolo 37, comma 2, lettera g), del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214. Indizione di una seconda consultazione”

Misura	Punto	Citazione del testo oggetto di osservazione /proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato o integrato	Breve nota illustrativa dell’osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
3	1	Finalità del Sistema Tariffario  [...]		<p><b>Considerazioni generali e principi regolatori</b></p> <p>La scrivente Associazione, nella prospettiva di offrire un contributo completo nell’ambito della seconda consultazione relativa alla revisione del modello tariffario del settore autostradale, ha ritenuto utile formulare i seguenti commenti, con riferimento a:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Le misure già declinate all’interno della delibera ART n.75/2025, riprendendone gli aspetti tecnici più controversi, e pertanto rilevanti;</li> <li>2. Le nuove misure introdotte da ART con la delibera n.188/2025, indicando, dove rilevante, gli aspetti migliorativi di dette misure.</li> </ol> <p>In generale, si ritiene che gli aspetti migliorativi introdotti dall’Autorità con la delibera n.188/2025, sebbene apprezzati (soprattutto per quanto riguarda le modalità di calcolo del <i>Weighted Average Cost of Capital</i> – “WACC”), comunque risultano in netta discontinuità rispetto al passato e pongono alcune criticità dal punto di vista del rischio regolatorio, nonché per taluni aspetti interpretativi ed implementativi del quadro di riferimento.</p> <p>Le presenti risposte, anziché declinare proposte di modifica alle misure riportate all’interno del documento di consultazione, hanno l’obiettivo di fornire a Codesta Autorità uno strumento di</p>

				<p>analisi puntuale degli elementi del modello tariffario ritenuti più critici. La prospettiva è quella di delineare i possibili rischi che la nuova regolamentazione pone a livello di settore.</p> <p>Le istituzioni, infatti, si troverebbero a dover gestire rapporti concessori radicalmente modificati rispetto alle pattuizioni contrattuali originariamente sottoscritte, non più conformi a garantire un “sistema di compensazioni adeguate”, come sarebbe invece previsto dalla giurisprudenza, recentemente richiamata anche dalla sentenza n. 147/2025 della Corte costituzionale.</p> <p>Allo stato dei fatti, le misure proposte creano un importante effetto retroattivo rispetto al quadro regolatorio e concessorio vigente, che non tutela adeguatamente le vigenti aspettative di remunerazione degli investimenti realizzati e in corso di realizzazione; nonché, non garantisce un equo bilanciamento tra le esigenze di regolazione del settore infrastrutturale e le necessità programmatiche e organizzative delle singole imprese.</p> <p>Detto ciò, si ritiene che, qualora l'intenzione dell'Autorità fosse quella di qualificare meglio alcuni aspetti del modello regolatorio posto in consultazione al fine di neutralizzare gli elementi di retroattività, così come di deroga ai principi di salvaguardia espressi nei modelli ART del 2019, questa Associazione si rende disponibile fin da ora ad attivare un tavolo tecnico di confronto che possa essere funzionale al successo del presente processo di revisione del modello tariffario, così come al conseguimento di un rapporto più diretto tra l'Autorità e gli <i>stakeholder</i> del settore, per addivenire ad una celere risoluzione delle controversie in essere e approvazione dei piani economico finanziari attualmente sospesi.</p> <p>In un contesto che è stato caratterizzato negli ultimi anni da numerosi eventi di carattere straordinario e non prevedibili, quali la pandemia da Covid-19 e l'aumento dei prezzi causato dalla</p>
--	--	--	--	---

				<p>crisi energetica e la guerra in Ucraina, è auspicabile che l'Autorità adotti un <i>framework</i> regolatorio di riferimento stabile che, con pragmatismo, consenta alle concessionarie esistenti di arrivare al termine dei propri rapporti concessori in ottemperanza dei propri obblighi contrattuali, vedendo tutelate le legittime aspettative ad essi connessi.</p> <p>Infine, si evidenzia come la stabilità del quadro regolatorio sia un aspetto fondamentale non solo per la tutela dei diritti e delle aspettative degli operatori di settore già presenti, quanto anche per incentivare la presenza di investitori stranieri e l'utilizzo di capitali privati, che altrimenti andrebbero canalizzati verso altre giurisdizioni e settori. L'attrattività del settore autostradale in Italia, infatti, rimane un elemento fondamentale per garantire l'effettiva competitività del mercato interno, così come l'efficienza produttiva del sistema infrastrutturale del paese. Tali elementi sono espressamente richiamanti anche nella recente sentenza della Corte Costituzionale (n.147/2025).</p> <p>In questo caso, le misure proposte da ART che rendono meno profittevole l'esercizio delle attività in concessione non sembrano proporzionate, né appaiono giustificate da finalità di interesse pubblico. A riprova di ciò, si evidenzia, infatti, che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le tariffe autostradali italiane sono generalmente in linea, se non più contenute, rispetto alle tariffe autostradali applicate in altri paesi europei. La tariffa media autostradale applicata in Italia, pari a circa 8 centesimi al chilometro (0,08 €/km netto iva), è nettamente più bassa di quella applicata in Spagna, Germania, e Francia per servizi di</li> </ul>
--	--	--	--	--

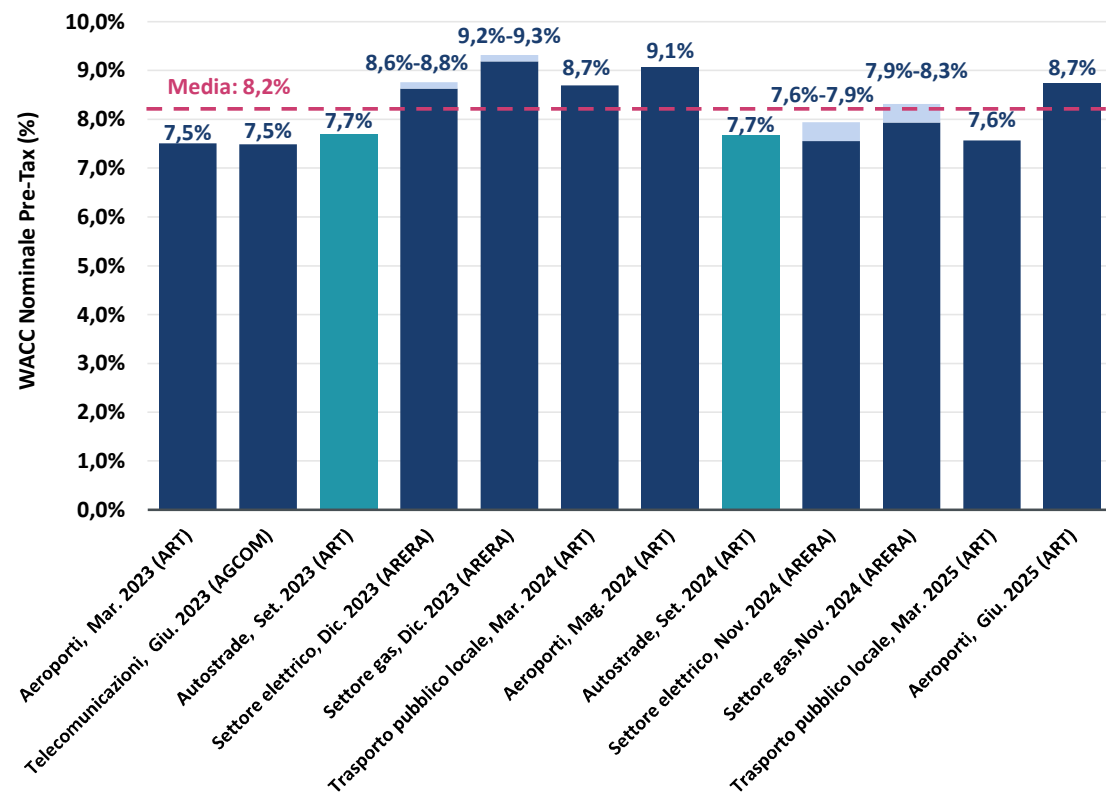
				<p>tipo analogo (anch'essi al netto IVA), come evidenziato dalle tariffe medie nei principali paesi coperti da Asecap, riportate nella figura sottostante.<sup>1</sup></p>  <table><thead><tr><th>Paese</th><th>Tariffa media €/vkm</th></tr></thead><tbody><tr><td>Spagna</td><td>0,15</td></tr><tr><td>Germania</td><td>0,13</td></tr><tr><td>Francia</td><td>0,10</td></tr><tr><td>Italia</td><td>0,08</td></tr><tr><td>Austria</td><td>0,065</td></tr><tr><td>Grecia</td><td>0,055</td></tr><tr><td>Portogallo</td><td>0,05</td></tr><tr><td>Croazia</td><td>0,04</td></tr></tbody></table> <ul style="list-style-type: none"><li>• Storicamente, il rendimento nominale pre-tax individuato da ART per il settore autostradale, applicato alla remunerazione degli investimenti, è già di per sé, anche prima delle revisioni metodologiche previste dalla delibera in consultazione, sostanzialmente più basso rispetto al rendimento riconosciuto per altri settori e da altri regolatori in Italia. Come riportato nel grafico seguente, infatti, il WACC delle autostrade</li></ul>	Paese	Tariffa media €/vkm	Spagna	0,15	Germania	0,13	Francia	0,10	Italia	0,08	Austria	0,065	Grecia	0,055	Portogallo	0,05	Croazia	0,04
Paese	Tariffa media €/vkm																					
Spagna	0,15																					
Germania	0,13																					
Francia	0,10																					
Italia	0,08																					
Austria	0,065																					
Grecia	0,055																					
Portogallo	0,05																					
Croazia	0,04																					

<sup>1</sup> Elaborazione su dati ASECAP dallo Statistical Bulletin 2025. Si veda <https://asecap.com/publications/statistical-bulletin-key-figures>.

				<p>individuato da ART nell’ambito delle ultime decisioni è risultato inferiore rispetto alla media dei rendimenti regolatori individuati dalla stessa Autorità e da altri regolatori, nel corso del medesimo periodo temporale, per servizi di rete e di trasporto affini. In particolare, rileva evidenziare che il WACC delle autostrade, oltre ad essere inferiore a quello riconosciuto per il settore aeroportuale da ART, è inferiore rispetto al WACC individuato dall’Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (“ARERA”) per i settori regolati del mercato dell’energia che scontano addirittura rischi di settore sostanzialmente ridotti rispetto a quelli sostenuti dalle autostrade.<sup>2</sup></p>
--	--	--	--	---

<sup>2</sup> I tassi mostrati nel grafico riflettono le pubblicazioni rilevanti per ciascun settore da parte delle autorità competenti (ART, AGCOM e ARERA) a partire dal 2023. Per ulteriori approfondimenti, si vedano le corrispondenti delibere. In particolare, il WACC del settore elettrico e gas riportati nel grafico corrispondono alla media dei WACC di, rispettivamente (i) trasmissione e distribuzione elettrica; e (ii) stoccaggio, rigassificazione di LNG, trasmissione, distribuzione e metering del gas. Il WACC per il settore elettrico e gas sono riportati da ARERA in termini reali pretax e sono stati trasformati in nominali pre-tax utilizzando il tasso di inflazione rilevante al momento della pubblicazione della decisione da parte dell’Autorità. Il WACC per il servizio di trasporto pubblico locale corrisponde alla media dei WACC per il servizio di trasporto pubblico passeggeri su strada e per ferrovia pubblicati da ART.





- La situazione di stallo nell'ambito delle procedure di approvazione dei PEF, e di conseguenza degli adeguamenti tariffari, ha determinato di fatto nel corso degli ultimi anni incrementi tariffari pressoché nulli per le concessionarie autostradali (o comunque inferiori all'inflazione), beneficiando l'utenza anche in un periodo in cui tutte le altre infrastrutture di rete e servizi essenziali hanno conseguito incrementi significativi delle

				<p>tariffe a fronte della situazione macroeconomica alterata dai conflitti internazionali e la crisi energetica.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli strumenti regolatori utilizzati fino ad ora nel settore hanno garantito e garantiscono – nella loro configurazione attuale – la neutralità economico finanziaria dei rapporti concessori, e quindi l’assenza di extra-profitti per i concessionari, che solo tramite la loro implementazione possono conseguire la dovuta compensazione per gli investimenti effettivamente realizzati.</li> </ul> <p>Si riportano nel prosieguo delle risposte al documento di consultazione commenti più puntuali per ciascuna delle misure critiche individuate.</p>
5	3-8	Entrata in vigore		<p><b>Data di entrata in vigore delle nuove misure</b></p> <p>La misura 5 della delibera n.188/2025 presenta taluni aspetti critici dal punto di vista tecnico ed implementativo, quali:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>Le previsioni declinate ai punti 2 e 3 della misura risultano a parere della Scrivente poco coerenti tra di loro e potenzialmente critiche dal punto di vista del rischio regolatorio.</u> Il punto 2, infatti, prevede che le misure di cui alla nuova delibera si applichino a partire dal 1° gennaio 2026, mentre il punto 3 prevede che il termine di conclusione per lo svolgimento delle istruttorie e l’approvazione dei PEF sia fissato al 31 dicembre 2026. Tale discrasia temporale determina, l’insorgenza di aspetti retroattivi come già rappresentato in sede di prima consultazione, non solamente legati ai profili temporali di implementazione del modello, ma anche con riferimento all’effetto delle misure stesse sulle legittime aspettative di rendimento dei concessionari legate agli investimenti già realizzati, o in corso di realizzazione alla data di pubblicazione del documento posto in consultazione. Più nel dettaglio, l’implementazione delle misure declinate all’interno della</li> </ol>

				<p>delibera a partire dal 1° gennaio 2026 sulla totalità degli <i>asset</i> (inclusi quelli realizzati e in corso di realizzazione fino alla data di implementazione del nuovo modello) implica necessariamente la deroga ai principi di salvaguardia delineati dal modello vigente, con una riduzione generalizzata dei rendimenti conseguibili dalle concessionarie. Come già discusso nel commento introduttivo, si ritiene che tale impostazione declinata da ART sia in contrasto con il principio della certezza del diritto di legittimo affidamento e congruità delle modifiche regolatorie, espresso anche a livello comunitario. Una soluzione differente, e maggiormente in linea con i principi di legittimità, dovrebbe prevedere quindi di rivedere non solo la data di entrata in vigore delle misure regolatorie, quanto piuttosto il perimetro di applicazione stesso, restringendolo quanto più possibile solamente ai nuovi investimenti effettuati a decorrere dall'entrata in esercizio della nuova delibera, e salvaguardando le previsioni regolatorie presenti al resto degli <i>asset</i>, già in essere, o in corso di realizzazione. Tale modifica del perimetro di applicazione, per essere efficace, dovrebbe riguardare almeno le misure relative a poste figurative e remunerazione del valore di subentro, nonché all'applicazione degli indicatori di equilibrio economico-finanziario, che dovrebbe in generale rimanere ancorata esclusivamente al Tasso Interno di Rendimento di Progetto ("TIR") e non dell'<i>Equity</i>.</p> <p>2. <u>Le deroghe del modello regolatorio, consentite ai punti 4 e 8 della misura, presentano anch'esse alcune potenziali criticità, in quanto introducono profili di discrezionalità, in particolare;</u></p> <p>a. Con riferimento al punto 4, lettera c) si ritiene che:</p> <p>i. Il riferimento al tasso di inflazione programmata assunto "in prima applicazione dei citati Sistemi tariffari" sia non rilevante nella prospettiva che tra il 2019 e il 2025 il tasso di inflazione programmata è variato in maniera significativa rispetto alle previsioni iniziali. Infatti, l'applicazione</p>
--	--	--	--	---

				<p>del tasso di inflazione programmata fissato nel 2019 avrebbe portato a un livello di inflazione cumulata a inizio 2025 pari al 7,4% (corrispondente al tasso dell'1,2% previsto nel 2019 applicato fino al 2025), mentre nella realtà dei fatti l'inflazione programmata definita dal Governo italiano si è rivelata molto più elevata, e pari cumulativamente al 15,92%.<sup>3</sup> Limitare gli incrementi tariffari al tasso di prima applicazione del modello potrebbe risultare eccessivamente penalizzante.</p> <p>ii. Inoltre, il limite di 50 punti base rispetto al tasso di inflazione risulta anch'esso non adeguatamente giustificato. A tal proposito, rileva evidenziare che l'incremento di 0,5% rispetto al tasso di inflazione programmata non è sufficiente a compensare i mancati incrementi tariffari conseguiti dalle concessionarie negli anni passati, così come – in numerosi casi – gli investimenti realizzati per esigenze infrastrutturali e normative sopravvenute. La definizione di un parametro fisso per tutto il settore non tiene conto, inoltre, del fatto che l'elasticità della domanda alle variazioni tariffarie può variare a seconda del tipo di infrastruttura (<i>greenfield</i> o <i>brownfield</i>), nonché dell'ambito geografico e delle condizioni infrastrutturali di riferimento. L'imposizione di un vincolo unico per tutte le concessionarie appare quindi poco coerente in relazione al quadro infrastrutturale di riferimento.</p>
--	--	--	--	--

<sup>3</sup> Il primo calcolo prevede la stima dell'inflazione cumulata 2019-2025 assumendo l'inflazione programmata del 2019 per tutti gli anni dal 2019 al 2025, mentre il secondo caso prevede l'utilizzo dell'inflazione programmata caratteristica di ciascun anno. Dati da Ministero dell'Economia e delle Finanze, si veda [https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita\\_istituzionali/analisi\\_programmazione\\_economico\\_finanziaria/inflaz\\_programmata/](https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/analisi_programmazione_economico_finanziaria/inflaz_programmata/).

				<p>b. Con riferimento al punto 8 della misura si ritiene che, data la richiesta di approfondimenti istruttori da parte del concedente e del concessionario, sia opportuno prevedere che le deroghe di applicazione del modello si applichino a tutto l'orizzonte temporale della concessione, anziché solamente al primo periodo regolatorio di applicazione. Tale possibilità risulterebbe di fatto coerente con la previsione di applicare il provvedimento regolatorio alle concessionarie in essere attraverso atti aggiuntivi stipulati tra concedente e concessionario in occasione del primo aggiornamento o revisione del piano economico-finanziario del concessionario, i quali per la loro natura contrattuale dovranno necessariamente riflettere le specificità di ogni rapporto concessorio, sempre nel rispetto di orientamento ai costi e neutralità economico-finanziaria.</p> <p>3. Infine, si segnala un ulteriore aspetto di criticità che riguarda la lettura combinata del punto 4 e del punto 5 della misura. Le deroghe previste al punto 4 appaiono, infatti, vanificate dal punto 5 successivo, il quale richiede in ogni caso di applicare a partire dal 1° gennaio 2026 alcune disposizioni tra quelle maggiormente critiche (relative alla disciplina di poste figurative, WACC, verifica dell'equilibrio economico-finanziario e meccanismi di recupero, adeguamento tariffario e modulazione, inflazione programmata, penalità e premi). L'introduzione di tali misure, a priori, a partire dal 1° gennaio 2026 vanifica pertanto la possibilità di deroga. La stessa RI alla delibera 188/2025 sembra stabilire principi differenti, ossia che <i>"[...] sussiste una legittima pretesa dell'impresa a che il passaggio tra i due regimi tariffari tenga conto degli effetti che ciò può creare sul proprio equilibrio finanziario, se del caso attraverso misure quali la previsione di un regime transitorio, tempistiche dilazionate nel tempo, ed eventuali oneri spalmati su più anni (si veda ad es., sent. n. 8765/2022)"</i>. Nonostante ciò, la mancata traslazione delle misure di cui al punto 5, sopra elencate, sembrerebbe vanificare l'efficacia transitoria del regime.</p>
--	--	--	--	---

9, 27	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>Con riferimento al meccanismo di allocazione del rischio traffico si ritiene che la <u>formulazione proposta nell’ambito del documento di consultazione appare critica per le concessionarie esistenti, in quanto derogatoria delle previsioni attualmente vigenti</u>. Come già declinato nelle risposte alla prima consultazione (delibera n.75/2025), si ritiene opportuno auspicabilmente rivedere la misura al fine di: (i) garantire un rapporto bilanciato tra il rischio di domanda e i rendimenti previsti dal modello regolatorio; (ii) prevedere meccanismi di aggiornamento dei volumi di traffico che garantiscano coerenza con i modelli di rete ed econometrici utilizzati dai concessionari per la stima dei volumi stessi. In particolare:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>Con riferimento al primo punto, relativo al bilanciamento tra il rischio traffico e i rendimenti, rileva evidenziare che l’allocazione del rischio traffico su un periodo di 15 anni determina di fatto una discontinuità con le modalità di determinazione dei parametri del WACC che, salvo per il premio di rischio di mercato (o <i>Equity Risk Premium</i> – “ERP”), sono basati su rilevazioni di breve periodo, pari al massimo a tre anni.</u> Tale discontinuità temporale determina che, nel caso di squilibri di carattere macroeconomico, come quelli recenti, le assunzioni <i>embedded</i> nelle stime di traffico possano risultare del tutto disgiunte, o in disomogeneità, con le assunzioni e i parametri utilizzati per il calcolo del WACC. Pertanto, previsioni di traffico effettuate da 5 o 10 anni, basate su certe ipotesi di sviluppo del contesto macroeconomico, risulterebbero ad oggi sostanzialmente superate e non in linea con le ipotesi sottostanti alla stima dei parametri del WACC, basati su dati molto più recenti.</li> <li>2. In linea di principio i modelli di stima del traffico utilizzati all’interno del settore si basano su modelli di rete e stime econometriche che per loro natura sono caratterizzate da</li> </ol>
-------	---	--	--

				<p>elementi di aleatorietà che non sono direttamente controllabili dal concessionario o ragionevolmente prevedibili per un così lungo lasso temporale.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. I modelli di rete vengono solitamente calibrati sulla base della situazione infrastrutturale presente, del momento in cui viene effettuata la stima, nonché di possibili scenari di sviluppo della rete, che sono tuttavia basati su informazioni parziali e solitamente di breve periodo.<sup>4</sup></li> <li>b. Allo stesso modo i modelli econometrici di stima della domanda difficilmente hanno la possibilità di fornire previsioni nel medio/lungo periodo, in quanto sono anch'essi basati su indicatori macroeconomici che per loro natura limitano le proiezioni a 3-5 anni. Ci si riferisce in particolare al fatto che le previsioni di traffico basate sui modelli econometrici, a fronte dell'individuazione di parametri di elasticità della domanda, basano le previsioni prospettiche di traffico su parametri macroeconomici, quali ad esempio il Prodotto Interno Lordo ("PIL") o l'inflazione, per i quali il <i>Consensus</i>, o gli organismi internazionali limitano le proprie previsioni a periodi temporali di pochi anni. In tale prospettiva, le previsioni di traffico di medio/lungo periodo fornite dalle concessionarie all'interno dei PEF non risultano così accurate tanto quanto le previsioni di breve termine, implicando un minore livello di affidabilità delle stesse e quindi un</li> </ul>
--	--	--	--	---

<sup>4</sup> Hoque, J.M., Erhardt, G.D., Schmitt, D., Chen, M., Chaudhary, A. Wachs, M., and Souleyrette, R.R. (2022). The changing accuracy of traffic forecasts. *Transportation*, 445-466. *"The greater the number of years between forecast production and traffic count, the larger the opportunity for charges to have occurred in the economy., land use patterns, fuel prices, and other factors that influence travel. These are all variables that are difficult to predict, but their effects are evident"*.

				<p>elevato grado di rischio per le concessionarie (specialmente a fronte di variazioni del contesto macroeconomico significative).<sup>5</sup></p> <p>3. A fronte di quanto sopra – specialmente per le concessionarie in essere — l’allocazione del rischio traffico su 15 anni appaia sproporzionata e non determina un reale beneficio per l’utenza. Oltre a questo, si rileva che il mantenimento dei medesimi livelli di traffico per i 15 anni rappresenta una sostanziale deroga rispetto alla consuetudine regolatoria dei modelli vigenti, che porta a una sostanziale alterazione della matrice dei rischi. Al tempo stesso, l’impossibilità di rivedere ogni cinque anni i livelli di traffico in ragione di quelli effettivi si scontra con l’aggiornamento di altri parametri fondamentali dei PEF in ogni periodo regolatorio, fra cui ricordiamo in via esemplificativa e non esaustiva WACC, fattore di efficientamento X e costi operativi. Inoltre, si nota che tali parametri sono influenzati dagli stessi fattori economico-sociali (ad esempio crescita economica, livello dei prezzi e tassi di cambio) che concorrono alla determinazione dei livelli di traffico effettivi e previsti. Di conseguenza, il blocco delle previsioni di traffico per i tre periodi regolatori presi in considerazione porterebbe a un disallineamento delle assunzioni sottostanti l’aggiornamento quinquennale dei PEF, con effetti distorsivi sulle dinamiche tariffarie sostenuti in ultima istanza dall’utenza.</p> <p>4. L’autorità, inoltre, prevede che, a meno del ricorrere dell’articolo 192 del codice degli appalti (revisione del contratto di concessione in casi “straordinari e imprevedibili”), il concessionario non possa richiedere la revisione delle stime di traffico qualora i volumi effettivi risultino inferiori a quanto riportato nel prospetto del PEF. Tale misura appare</p>
--	--	--	--	--

<sup>5</sup> Hoque, J.M., Erhardt, G.D., Schmitt, D., Chen, M., and Wachs, M., (2021) Estimating the uncertainty of traffic forecasts from their historical accuracy. *“The quantifiable uncertainty in travel demand forecasts primarily results from two sources: model inputs and the models themselves in their specification and parameters. Model inputs include exogenous variables like assumptions about the completion of other projects in the transportation network, fuel prices, and socio-demographic and economic projections. These inputs are uncertain quantities themselves and susceptible to disruptions such as the Great Recession and the COVID-19 pandemic.”*



				<p>eccessivamente penalizzante per il concessionario, che non sarebbe in grado di provvedere al recupero dei costi sostenuti, generando uno squilibrio economico-finanziario, con conseguenze negative sotto il profilo della sostenibilità e stabilità della concessione. Tale sotto-compensazione non sarebbe rettificabile per il concessionario in assenza di una revisione degli scenari di traffico.</p> <p>5. Si rileva poi che l'applicazione del blocco delle previsioni di traffico risulterebbe in discontinuità con altre misure della presente delibera, in particolare con l'implementazione del meccanismo di <i>revenue sharing</i>, che risulta in quest'ultima pubblicazione del documento di consultazione, con effetti negativi dovuti alla rivalutazione al WACC del credito maturato. L'assunzione di rischio traffico su 15 anni in combinazione con il <i>revenue sharing</i> risulta non chiaro per il concessionario. Da un lato, infatti, sarebbe ottimale fornire previsioni quanto più conservative, al fine di non incorrere in una sotto-compensazione a causa dell'invariabilità quindicennale degli scenari di traffico assunti. Dall'altro lato, tuttavia, il concessionario è altresì incentivato a fornire previsioni meno conservative, al fine di non perdere parte del potenziale gettito tariffario a seguito dell'applicazione del meccanismo di <i>revenue sharing</i>.</p> <p>6. Si rileva, infine, che le soglie di revisione delle stime di traffico, seppur passate da +/-10% a +/-15% rispetto alle previsioni "[...] assunte in fase di affidamento", rappresentano ancora uno scoglio importante per il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario, oltre che regolatorio, della concessione. Tali parametri risultano infatti discrezionali e si ritiene la forbice individuata dall'Autorità non sufficiente a garantire aggiornamenti sempre coerenti con l'effettivo sviluppo del traffico che, specialmente nel caso di infrastrutture <i>greenfield</i>, può presentare scostamenti significativi dalle stime iniziali a causa di fattori di forza maggiore o in ogni caso esterni alla responsabilità del concessionario stesso. Qualora tali scostamenti fossero di rilevanza superiore rispetto alla</p>
--	--	--	--	--

				fascia individuata dall'Autorità, quindi, la tariffa riconosciuta al concessionario non sarebbe fondata su parametri che rispecchiano l'evoluzione reale dell'utilizzo dell'infrastruttura, con effetti distorsivi significativi per il concessionario e per l'utenza.
9, 27	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>Verifica dell'equilibrio economico-finanziario</b></p> <p><u>Come già indicato nelle risposte al documento di consultazione pubblicato con la delibera n.75/2025 si ritiene che le modalità di calcolo e di applicazione degli indicatori di equilibrio economico-finanziario definite da ART debbano essere chiarite in modo più puntuale..</u> Nell'ottica di garantire che le misure di verifica dell'equilibrio economico-finanziario siano valide e non creino distorsioni nella gestione dei rapporti concessori in essere occorre dunque rimandare l'applicazione degli indicatori di equilibrio economico-finanziario a una fase successiva, quando l'Autorità fornirà approfondimenti e strumenti adeguati rispetto ai criteri di separazione contabile, nonché agli strumenti di contabilità regolatoria, di pianificazione economico-finanziaria e di monitoraggio delle concessioni, previsti per un provvedimento successivo.</p> <p>Più nel dettaglio, con riferimento al TIR di Progetto e al ROIC:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Si richiede di esplicitare nella definizione del calcolo del TIR progetto l'eventuale saldo di poste figurative all'interno del flusso iniziale, in linea con la corrente disciplina ART (eventualmente depurato dell'effetto fiscale se l'indice di redditività venisse calcolato su flussi post tax). L'eventuale esclusione di tale saldo, infatti, comporterebbe una valutazione non corretta della redditività della concessione, in quanto i flussi di cassa prospettici della concessione tengono conto della compensazione di tali poste. Inoltre, si segnala che visto che il calcolo del TIR di salvaguardia definito dai modelli vigenti è stato effettuato sulla base di flussi di cassa <i>pre-tax</i>, il calcolo del TIR di progetto dovrebbe essere effettuato sui flussi di cassa al lordo delle imposte, prendendo come riferimento i tassi di remunerazione del capitale investito, relativi rispettivamente al CIN Ante al CIN</li> </ol>

				<p>Post, anch'essi valorizzati prima delle tasse. Al riguardo si evidenzia, inoltre, che la delibera finale e i relativi schemi di calcolo ad essa connessi dovranno definire in maniera chiara il perimetro delle attività da ricomprendere nel calcolo dei flussi di cassa per la valorizzazione degli indici.</p> <p>2. Per quanto riguarda il calcolo del ROIC, al fine di risultare rappresentativo, questo dovrebbe altresì tenere conto dell'evoluzione del saldo delle poste figurative in ciascun anno di piano.</p> <p>Per quanto riguarda il TIR <i>Equity</i>:</p> <p>1. Il metodo di calcolo del rendimento per l'azionista basato sui flussi di cassa disponibili (<i>Free Cash Flow to Equity pre dividend policy – FCFE</i>), anziché sui dividendi, è rappresentativo solamente del rendimento potenziale dell'azionista, anziché di quello effettivo.<sup>6</sup> Nei modelli di valutazione, una visione rigorosa dei flussi di cassa per l'azionista considera solamente i flussi di dividendi, in quanto rappresentativi del valore effettivamente consuntivabile. Valutazioni effettuate sui flussi di cassa disponibili per l'azionista (<i>FCFE</i>), anche se teoricamente appropriate nel contesto di una valutazione aziendale, non appaiono applicabili al contesto regolatorio di ART, il cui obiettivo è quello di monitorare il rendimento operativo effettivamente conseguito.<sup>7</sup></p> <p>2. Inoltre, viste le modalità di calcolo del TIR <i>Equity</i> che basano il valore del cash-out iniziale sul valore del patrimonio netto delle concessionarie, si ravvisano potenziali criticità in merito alla rappresentatività di tale indicatore nonché di proporzionalità dell'indicatore</p>
--	--	--	--	---

<sup>6</sup> Damodaran A., Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business, Novembre 2006.  
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>

<sup>7</sup> *Ibid*, p. 9.

				<p>rispetto alle specificità delle singole concessionarie che potrebbero applicare modalità di valorizzazione differenti del patrimonio. In particolare, si evidenziano criticità rispetto a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Modalità di rappresentazione del patrimonio netto in presenza di diverse attività svolte dalla concessionaria, non unicamente legate al contesto regolato;</li> <li>b. Eventuali rettifiche di valore eventualmente necessarie per garantire una coerenza fra il patrimonio netto di bilancio e il valore di mercato della concessione.</li> </ul> <p>Infine, la previsione per cui il calcolo degli indici deve essere effettuato sulle grandezze del PEF rilevate a consuntivo e rettifiche per le partite economiche e finanziarie di effetti incentivanti/disincentivanti della metodologia del <i>price cap</i>, nonché delle partite economiche derivanti da eventuali minori ricavi o maggiori costi a totale carico del concessionario per impegni esplicitamente assunti negli atti di concessione, risulta poco rappresentativa dei rendimenti effettivi consuntivabili.</p>
9, 27	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)</b></p>		<p><b>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario</b></p> <p>Come già evidenziato nelle risposte alla delibera n.75/2025, si ritiene che il TIR <i>Equity</i> non sia un indicatore affidabile dell'equilibrio a causa delle modalità di calcolo applicate da ART, come spiegato sopra.</p> <p>Inoltre, si rileva che nelle decisioni relative al settore autostradale italiano, la Commissione Europea ha valutato i profili di profitto ragionevole delle concessionarie autostradali sulla base del WACC, che tiene conto del costo medio ponderato del costo dell'<i>Equity</i> e del costo del debito, confrontabile con il rendimento complessivo del progetto, e non quindi con il rendimento per gli</p>

		<p><b>ammesso sul capitale proprio)</b></p> <p>[...]</p>	<p>azionisti della concessione.<sup>8</sup> Tale approccio è di fatto coerente con la prassi valutativa adottata generalmente dalla Commissione Europea nell’ambito del <i>framework</i> di aiuti di Stato, dove il vantaggio di una determinata transazione, o schema di aiuto, viene valutato sulla base di “metodologie <i>standard</i> comunemente accettate”, quali il Tasso Interno di Rendimento (o “TIR”) di progetto, e il Valore Attuale Netto (“VAN”) del progetto, che nella maggior parte dei casi produce risultati equivalenti rispetto al TIR.<sup>9</sup></p> <p>Entrambe le motivazioni di cui sopra inducono a ritenere che l’equilibrio economico-finanziario della concessione non possa essere valutato sul TIR <i>Equity</i>. Infatti, il TIR <i>Equity</i> non può essere immediatamente confrontato con il costo del capitale proprio (Re) riflesso nel WACC, in quanto non ci sarebbe una corrispondenza 1:1 tra (i) i rendimenti ammessi sul capitale investito, pari rispettivamente al TIR di salvaguardia sul Capitale Investito Netto (“CIN”) Ante e il WACC sul CIN Post, e (ii) l’indicatore preso come riferimento per la verifica dell’equilibrio rappresentativo solamente dei rendimenti ammessi sul CIN Post. Il costo del capitale proprio (Re) non risulta quindi un <i>benchmark</i> attendibile per la verifica dell’equilibrio economico-finanziario, né un riferimento coerente della redditività attesa per il concessionario.</p> <p>Si evidenzia poi l’arbitrarietà dei margini di tolleranza individuati per l’attivazione delle misure di riequilibrio. La Delibera non esplicita la metodologia e il razionale sottostante la definizione di tali intervalli, che sembrano oltretutto, per quanto riguarda il limite superiore, inferiori rispetto a <i>benchmark</i> di riferimento individuati da altri regolatori all’estero e dalla stessa ART nella delibera n.177/2024 relativa ai servizi di trasporto pubblico locale. In tale delibera, infatti, il <i>range</i> individuato dall’Autorità rispetto ai valori <i>benchmark</i> di mercato è tendenzialmente più ampio,</p>
--	--	--	---

<sup>8</sup> Commissione Europea, caso di aiuto di stato SA. 49335 e SA. 49336.

<sup>9</sup> Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, 2016/C 262/01, ¶101-105.

				<p>individuato tra il 50% e l'80% del tasso di riferimento. A titolo di esempio quindi, per un tasso di rendimento del progetto pari all'8%, il range individuabile in applicazione del principio della delibera ART n.177/2024 sarebbe compreso tra 160 e 400 punti base, ossia fino al riconoscimento di un rendimento del 12%.</p> <p>Infine, si rileva come i requisiti riguardanti l'equilibrio di TIR Equity e TIR di progetto, che secondo l'autorità dovrebbero tendere rispettivamente al costo dell'equity ammesso (Re post-tax) e al tasso di rendimento ponderato del CIN (Ante e Post) potrebbero risultare in una situazione di disequilibrio economico finanziario intrinseco, in quanto non sussisterebbe una coerenza tra l'equilibrio ottenuto sul TIR Equity rispetto al Re di settore e l'equilibrio conseguibile sul TIR di progetto che riflette l'effettiva remunerazione degli asset. Tale discontinuità tra gli indicatori determinerebbe una possibile situazione per cui, per ottenere l'equilibrio sul TIR Equity si addiverrebbe ad un disequilibrio sul TIR di progetto, e viceversa. Tale situazione è chiaramente critica e andrebbe di conseguenza rivista al fine di, alternativamente, stabilire un ordine di priorità degli indicatori, dando precedenza al TIR di progetto, o eliminando il ricorso al TIR Equity.</p>
15, 33	1	<b>Criteri di ammissibilità degli investimenti</b>		<p><b>Criteri di ammissibilità degli investimenti</b></p> <p>La misura risulta incrementale rispetto a quanto già declinato nell'ambito della prima consultazione con la delibera n.75/2025. A tal proposito si evidenziano i seguenti punti di attenzione:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Per quanto riguarda il primo punto, ossia relativo all'ammissibilità degli investimenti e al principio di esclusione degli incrementi patrimoniali derivanti da rivalutazioni economiche e monetarie, nonché di poste incrementative non costituenti costo storico capitalizzato degli <i>asset</i>, si ritiene necessario chiarire che tale misura si applica ad eventuali nuovi investimenti e non a quelli già realizzati o in corso di realizzazione che sono già riflessi all'interno del capitale investito netto posto a remunerazione del concessionario.</li> </ol>

				<p>2. Rispetto al punto 4, che risulterebbe incrementale rispetto ai punti già riflessi nell’articolato della delibera originale, parrebbe opportuno chiarire:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Cosa si intenda per “voci di costo addizionali rispetto al quadro economico delle opere originariamente inserito nei PEF”.</li> <li>b. Cosa si intenda con l’indicazione che <i>“eventuali adeguamenti del quadro economico di opere già precedentemente inserite nel Programma di investimenti [sono] ammissibili solo a condizione che detti adeguamenti rispettino la corretta applicazione del rischio operativo”</i>.</li> </ul> <p>A tal proposito si rileva come la Relazione Illustrativa non fornisca ulteriori elementi interpretativi della misura.</p>
16, 34		<p><b>Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Principi di quantificazione degli investimenti in beni reversibili</b></p> <p>La misura fa riferimento ai principi di quantificazione degli incrementi in beni reversibili, con riferimento in particolare a fattispecie di spesa superiore/inferiore rispetto al valore risultante dal progetto di fattibilità tecnico-economica, e ai ribassi d’asta. A tal proposito si evidenzia che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Non si ravvedono particolari criticità rispetto all’allocazione del rischio di costruzione e alla possibilità di rivedere i limiti di spese a rialzo, solamente nei casi in cui le modifiche progettuali siano ritenute ammissibili.</li> <li>2. Non si condivide il punto relativo alla minore spesa e all’eventualità di determinare un debito regolatorio, qualora l’importo pieno dell’investimento abbia concorso <i>ex-ante</i> alla determinazione dei livelli tariffari. A tal proposito, infatti, si evidenzia che le formule del modello tariffario vigente, nonché la precedente regolamentazione CIPE, hanno sempre previsto meccanismi di adeguamento tariffario, tali per cui il livello delle tariffe è correlato</li> </ul>

				<p>al valore degli investimenti effettivamente consuntivato. I modelli vigenti, come modificati dalla presente consultazione, prevedono oltretutto meccanismi di penalità legali alla mancata realizzazione degli investimenti, tali per cui risulterebbe sproporzionato prevedere un'ulteriore "penalità" – come declinato all'interno della misura – tramite l'incremento del debito di poste figurative a carico del concessionario. La previsione sembra pertanto non in linea con il quadro vigente.</p> <p>3. Infine, con riferimento ai ribassi d'asta, pur condividendo l'esigenza di dover riflettere all'interno del PEF il valore degli investimenti effettivamente affidato, non si ritiene condivisibile la previsione per cui il ribasso inserito nel PEF debba corrispondere al massimo tra i ribassi convenzionali e il ribasso effettivamente applicato. Tale previsione risulta infatti asimmetrica, implicando che in caso di ribassi inferiori rispetto ai valori convenzionali, questi debbano rimanere a carico del concessionario.</p> <p>Si rileva inoltre che l'Autorità fa riferimento a schemi di contabilità regolatoria che, tuttavia, non sono ancora stati pubblicati da ART e che saranno oggetto di un provvedimento specifico di cui non si conoscono le tempistiche. È difficile pertanto valutare la portata della misura e la relativa applicazione in assenza di tali elementi.</p>
17, 35	1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Criteri di determinazione dei costi del capitale</b></p> <p>La misura indica al punto 5 che <i>"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 ammortamento degli asset reversibili afferenti al CIN ante in via prioritaria rispetto all'ammortamento del CIN post"</i>.</p> <p>A tal proposito si rileva che:</p>



				<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La mancanza ad oggi di strumenti di contabilità regolatoria definiti da parte di ART, in attesa del procedimento specifico ancora da avviare, genera una incertezza rispetto al quadro di applicazione della misura ed ai relativi effetti.</li> <li>2. Tale discrezionalità della misura appare inoltre derogatoria dei principi di salvaguardia espressi dalla regolamentazione vigente ed effettivamente declinati all'interno del TIR di salvaguardia definito in prima battuta. Si rileva ad ogni modo che l'alterazione del profilo di ammortamento del CIN Ante al fine di contenere gli effetti del TIR di salvaguardia andrebbe di fatto temperata tramite ulteriori adeguamenti all'interno del modello di PEF/PFR, al fine di neutralizzarne eventuali effetti distorsivi.</li> <li>3. Con riferimento al medesimo punto, si rileva che la misura introduce un ulteriore concetto di novità rispetto alla declinazione del profilo di ammortamento degli asset richiedendo esplicitamente che l'ammortamento finanziario per ciascun cespite possa essere calcolato solamente a partire dall'effettivo sostenimento della spesa prevista nel cronoprogramma degli investimenti. Pur riconoscendo l'opportunità di effettuare ammortamenti che non superino annualmente il valore delle opere realizzate, o in corso di realizzazione, si rileva che le modalità di ammortamento storicamente adottate nel settore, validate nell'ambito della regolamentazione CIPE, calcolate sulla base del piano complessivo di investimenti definito per tutto l'arco temporale dell'affidamento, consentivano ad ogni modo la possibilità di sterilizzare eventuali sovra- o sotto-compensazioni tramite l'aggiornamento periodico del piano e l'adeguamento del profilo di ammortamento sulla base degli investimenti effettivamente realizzati.</li> </ol>
17, 35	1	Criteri di determinazione dei costi di capitale		<p><b>Quantificazione del valore di subentro</b></p> <p>In continuità con quanto previsto dalla delibera n.75/2025, al punto 6 l'Autorità riconosce la possibilità di definire un valore di subentro per le concessioni, in caso di “<i>manifesta, oggettiva e</i></p>

		[...]	<p><i>documentata evidenza</i>”. Tale previsione, in linea con quanto già declinato anche dalla normativa vigente denota alcuni punti di attenzione dal punto di vista tecnico e metodologico:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Con riferimento al limite di definizione del valore di subentro, posto in misura pari a 1,6x EBITDA al fine di “evitare l’insorgere di una barriera all’ingresso di nuovi operatori” si rileva che: <ol style="list-style-type: none"> <li>a. Il limite di 1,6x EBITDA era stato introdotto dalla Commissione Europea nell’ambito delle decisioni SA.49335 e SA.49336, specifiche per alcune concessionarie del settore. Andrebbe pertanto verificato che lo stesso possa essere ritenuto ugualmente valido per tutte le concessionarie che presentano o presenteranno un valore di subentro al termine della concessione. Le stesse decisioni della Commissione Europea introducevano d’altronde un margine di variazione rispetto al valore massimo del subentro nell’ordine del 15% circa rispetto alla soglia massima (i.e. 1,5 vs. 1,3 e 1,6 vs. 1,4) che andrebbe valutata dalla stessa Autorità nella prospettiva di garantire, da un lato la sostenibilità del subentro, e dall’altra l’implementazione efficace della misura.</li> <li>b. Il limite dell’1,6x EBITDA deve essere valutato congiuntamente alle ulteriori due condizioni richieste per l’applicabilità del subentro, ossia relative al contenimento delle tariffe e all’equilibrio economico finanziario della concessione. Va da sé, infatti, che in presenza di un piano di investimenti elevato e un totale di costi ammessi superiore rispetto ai ricavi consuntivabili dalle concessionarie, dati gli eventuali vincoli tariffari, l’equilibrio economico finanziario della gestione, in presenza di un <i>cap</i> al valore di subentro, debba essere riconosciuto tramite strumenti ulteriori, quali ad esempio l’estensione della concessione, il <i>cross financing</i>, o il riconoscimento di un contributo pubblico sugli investimenti. Tali soluzioni sono state già adottate d’altronde dalle istituzioni italiane nell’ambito</li> </ol> </li> </ol>
--	--	-------	---

				<p>delle procedure europee, SA.49335 e SA.49336, nonché di altri procedimenti di aggiornamento dei PEF recentemente approvati.</p> <p>2.</p>
17, 35	1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</b></p> <p>In merito alla remunerazione differenziata proposta per le immobilizzazioni in corso, si reitera quanto specificato nelle risposte alla prima consultazione, e quindi riteniamo che investimenti e opere in corso che scontano il medesimo rischio operativo debbano essere remunerate in modo analogo. Di conseguenza, pur apprezzando il riconoscimento della remunerazione sotto forma del WACC per le cosiddette immobilizzazioni in corso di primo livello, si ritiene tuttora non condivisibile l'applicazione del costo del debito ammesso (Rd) alle rimanenti immobilizzazioni in corso di secondo livello, in quanto – trattandosi di beni e investimenti ammissibili e quindi coperti da remunerazione del capitale a scopi tariffari – queste ultime sono assoggettate allo stesso rischio delle immobilizzazioni di primo livello, e di conseguenza dovrebbe essere applicato loro lo stesso tasso legato alle immobilizzazioni realizzate e relative al CIN post, e cioè il WACC.</p> <p>Si apprezza infine la rimozione nella presente delibera della misura 32.1 punto 7 della delibera 75/2025, che risultava oltremodo penalizzante per i concessionari nel contesto di sviluppo di infrastrutture <i>greenfield</i>, oltre a non essere rilevante per le concessioni oggetto della delibera.</p>
21, 39	1, 2, 3, 4 e 5	<p><b>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</b></p>		<p><b>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</b></p> <p>Si apprezzano gli aspetti migliorativi della misura rispetto a quanto declinato in sede di prima consultazione. Permane tuttavia una criticità relativa all'introduzione di una forbice asimmetrica rispetto agli indicatori di qualità, tale per cui a fronte di una penalizzazione fino al -2% della componente tariffaria di gestione, la componente premiale è limitata a solamente +1%. Tale</p>

		[...]		<p>meccanismo asimmetrico di premi/penalità non risulta pienamente incentivante per le concessionarie che consuntiverebbero in maniera solamente limitata gli effetti di eventuali miglioramenti qualitativi.</p> <p>In generale, si ritiene che gli obiettivi posti dal meccanismo di premi/penalità possa risultare sfidante qualora posto in relazione agli altri elementi del documento di consultazione, e del quadro regolatorio vigente, che pongono obiettivi spesso stringenti in termini di efficientamento dei costi e remunerazione degli investimenti. La compressione dei possibili benefici derivanti dal miglioramento del livello qualitativo, nel quadro delle altre modifiche introdotte che hanno effetti altamente sfidanti per le concessionarie e andrebbe mitigata nella prospettiva di delineare un quadro regolatorio non eccessivamente rigido.</p>
22, 40	1	Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti		<p><b>Meccanismo di accantonamento correlato alla responsabilità del concessionario</b></p> <p>La delibera 75/2025 modificava la penalità tariffaria correlata alla responsabilità del concessionario, mantenendo tuttavia l'impostazione dei modelli previgenti. La delibera 188/2025 ha rimosso tale penalità, tuttavia introducendo al tempo stesso un meccanismo di accantonamento correlato agli investimenti non realizzati per responsabilità del concessionario. L'implementazione di tale meccanismo appare eccessivamente penalizzante per i concessionari in quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La nuova disciplina imporrebbe l'accantonamento <i>in toto</i> della porzione di investimento non realizzato – rispetto al Programma degli investimenti – per responsabilità del concessionario, imponendo una riduzione della redditività della concessione di volume ingiustificato rispetto all'operatività della stessa. Oltretutto, il concessionario sarebbe costretto ad accantonare una somma non necessariamente legata a un incremento tariffario, penalizzando il conto economico dell'esercizio in cui viene effettuato l'accantonamento invece di avere un impatto sulla dinamica tariffaria. In tal senso, il ricorso a un accantonamento relativo all'intera</li> </ul>

				<p>porzione di investimenti non sostenuti per responsabilità del concessionario imporrebbe una penalizzazione sproporzionata rispetto all'effettivo impatto tariffario legato alla remunerazione del capitale non dovuta (se effettivamente conseguita) per la non realizzazione degli investimenti;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non è chiaro se il fondo vincolato così costituito potrebbe essere liberato a seguito di una revisione del Programma degli investimenti o se – pur in assenza di investimenti da effettuare, a seguito della variazione del Programma – il fondo debba essere mantenuto fino al termine della concessione e a quel punto utilizzato per alimentare fondi di interesse nazionale o trasferito al concessionario successivo, portando a una effettiva perdita di redditività per il concessionario uscente;</li> <li>• Infine, la nuova misura imporrebbe al concessionario l'onere di provare la propria estraneità alle circostanze che hanno portato al ritardo nella realizzazione degli investimenti, che potrebbe essere accertata solo in caso di eventi di forza maggiore. Non risulta però chiaro il processo attraverso cui il concessionario dovrebbe provare tale estraneità, né se l'interlocutore di tale processo debba essere il concedente o ART.</li> </ul>
<b>23, 41</b>	<b>1</b>	<b>Poste figurative</b>  <b>26.2 Disposizioni specifiche</b>  [...]		<b>Poste figurative</b>  La misura posta in consultazione introduce (e mantiene, rispetto alla delibera 75/2025) un elemento di marcata discontinuità rispetto ai modelli tariffari attualmente vigenti. Tale discontinuità non risulta, tuttavia, adeguatamente motivata né fondata su evidenze tecniche consolidate o su un impianto metodologico coerente.  Si precisa, a tal proposito, che lo strumento delle poste figurative trova origine nella maggior parte dei casi in una condizione di squilibrio del rapporto concessorio, dovuto al mancato

				<p>riconoscimento da parte del concedente degli incrementi tariffari spettanti in ragione degli investimenti effettuati, sia pure per interesse di calmieramento delle tariffe a vantaggio dell'utenza. Risulta quindi chiaro che l'alterazione dei tassi di remunerazione delle poste figurative già esistenti pregiudica la vigente aspettativa di remunerazione di investimenti già effettuati da parte del concessionario, oltre a introdurre elementi di disequilibrio economico-finanziario per il futuro.</p> <p>Inoltre, la Relazione Istruttoria alla prima consultazione menzionava potenziali effetti positivi per il concessionario derivanti da una riduzione del saldo delle poste figurative, prospettando un incremento dei volumi di traffico. Si ricorda che in generale, specialmente per infrastrutture <i>brownfield</i>, l'esperienza suggerisce che la domanda sia generalmente inelastica nei confronti di variazioni tariffarie marginali. Di conseguenza, il nesso fra riduzione tariffaria e impatto positivo sul traffico non appare giustificato. Si ricorda poi che il meccanismo di <i>revenue sharing</i>, nel caso in cui il traffico subisse effettivamente una crescita sostenuta, porrebbe un <i>cap</i> ai ricavi incrementali ottenibili dal concessionario. In questa circostanza, ma non solo, un livello tariffario sottodimensionato potrebbe mettere a rischio la tenuta economico-finanziaria complessiva della concessione, accrescendone il profilo di rischio oltremisura.</p> <p>Nonostante le modifiche introdotte rispetto alla Delibera n. 75/2025, il meccanismo di poste figurative proposto rimane non condivisibile e penalizzante per i concessionari in termini di allocazione del rischio, in quanto presuppone la loro capitalizzazione a tassi non rappresentativi dell'effettivo rischio cui sono sottoposte, rappresentato invece dal WACC. Si consideri a tal proposito che l'applicazione finora consolidata della capitalizzazione delle poste figurative al WACC non ha in alcun modo alterato l'equilibrio del sistema tariffario né generato vantaggi non</p>
--	--	--	--	---

				<p>dovuti per i concessionari. Ciò in quanto un investimento allocato a poste figurative produce, allo stato attuale dell'arte, un ammontare di ricavi ex-ante uguale, in valore attuale netto, al valore dell'investimento stesso, proprio grazie all'utilizzo del WACC sia come tasso di capitalizzazione che di attualizzazione. Tuttavia, con il sistema di capitalizzazione delle poste figurative prospettato dall'autorità nella presente consultazione, che utilizza tre tassi distinti per le quattro componenti identificate, i ricavi tariffari generati dal medesimo investimento sopra descritto sarebbero, se attualizzati al WACC, per loro natura sempre inferiori all'ammontare dell'investimento, generando una perdita per il concessionario e uno squilibrio temporale oltre che economico-finanziario. In tal senso, gli eventuali recuperi di tale differenza in sede <i>ex-post</i> rappresentano una componente fisiologica dell'allocatione del rischio operativo tra concedente e concessionario e non possono, pertanto, essere considerati strumenti di riequilibrio della concessione, come invece sostenuto da ART.</p> <p>Si rileva poi che il meccanismo proposto con la presente consultazione risulta estremamente laborioso e complesso, oltre che di difficile applicazione ai modelli esistenti. In tal senso, le modalità di calcolo e di riduzione delle quattro differenti componenti rischia di portare a problemi di natura interpretativa e tecnica, oltre a rallentare potenzialmente l'istruttoria tecnica dei PEF in corso di rinnovo, già segnata dall'incertezza regolatoria dovuta alla presente riforma.</p>
24, 42	1	Meccanismo di revenue sharing		<p><b>Meccanismo di revenue sharing e attribuzione alle poste figurative</b></p> <p>La proposta relativa al meccanismo di <i>revenue sharing</i> presenta una criticità manifesta se letto in correlazione al blocco delle stime di traffico per i primi 15 anni di concessione. In tale periodo, infatti, il concessionario non sarebbe in grado di beneficiare di un eventuale incremento di traffico oltre la soglia del 2% stabilito da ART. Tuttavia, in caso di previsioni di traffico superiori al traffico effettivo, il rischio di traffico rimarrebbe interamente in capo al concessionario, come ricordato nel commento alle Misure 9 e 27.</p>

				<p>Inoltre, l'attribuzione di una posta di segno negativo legata al superamento del parametro del 2% all'interno del saldo di poste figurative relative al CIN post potrebbe risultare una criticità nel caso di concessioni caratterizzate da un CIN post di dimensioni modeste dovute alla tempistica degli investimenti realizzati, qualora essi siano in misura prevalenti attribuibili al CIN ante. In tali circostanze, è possibile che il saldo di poste figurative legate al CIN post non sia abbastanza capiente per assorbire la diminuzione legata al meccanismo di revenue sharing. In questi casi, non è chiaro in che modo dovrebbe avvenire il riequilibrio del saldo di poste figurative a fine concessione, se non attraverso una penalizzazione tariffaria che risulterebbe penalizzante oltre che causata da circostanza esterne alla responsabilità del concessionario.</p> <p>Inoltre, la rivalutazione annuale dei maggiori ricavi al WACC porterebbe tale decurtazione delle poste figurative a lievitare nel tempo, erodendo la remunerazione dovuta al concessionario per gli asset inclusi nel CIN post. Si rileva inoltre che l'autorità non assegna alle poste figurative legate al CIN post la priorità più alta per la loro neutralizzazione, il che porterebbe probabilmente a una decurtazione della remunerazione sul capitale investito per un periodo di tempo significativo, a causa di circostanze esterne alla sfera di influenza del concessionario. Tale effetto sarebbe oltretutto amplificato dalla circostanza prevista sopra, in cui le poste figurative afferenti al rimborso del capitale legato al CIN post sono inferiori alla posta negativa legata al <i>revenue sharing</i>. Tale circostanza genererebbe un debito di poste figurative, che sarebbe rivalutato ogni anno al WACC con effetti sproporzionati per il concessionario.</p> <p>Oltretutto, a tal proposito, non si rileva in che modo il meccanismo di <i>revenue sharing</i> sia pertinente alla dinamica della tariffa di costruzione. Tale meccanismo, infatti, nasce dalla necessità di correggere eventuali scostamenti fra ricavi previsti e ricavi effettivi, e per normalizzare la tariffa ottenuta dal concessionario al fine di minimizzare le distorsioni. Il <i>revenue sharing</i>, di conseguenza, è estraneo alle dinamiche di investimento riflesse nella tariffa di costruzione, e l'inclusione di una posta di segno negativo all'interno delle poste figurative a</p>
--	--	--	--	---



				rettifica dei maggiori ricavi ottenuti dal concessionario risulta non condivisibile. Appare dunque auspicabile che il meccanismo di <i>revenue sharing</i> sia configurato in modo da avere effetto unicamente sulla componente tariffaria ad esso più coerente, e quindi sulla componente tariffaria di gestione.
44	2	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito [...]		<p><b>Gearing</b></p> <p>Si apprezza l'abbandono dell'utilizzo di un gearing differenziato a seconda della struttura finanziaria dei singoli operatori, ripristinando oltretutto la coerenza fra <i>gearing</i> utilizzato nel calcolo del WACC e <i>gearing</i> utilizzato nel processo di <i>re-levering</i> del beta.</p>
44	3	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito [...]		<p><b>Costo del debito</b></p> <p>Come esposto in sede di prima consultazione, la metodologia proposta per il calcolo del costo del debito sconta alcune criticità.</p> <p>In primo luogo la metodologia proposta si basa su dati di bilancio non pubblici e soggetti ad aggiustamenti finanziari che possono variare da caso a caso, rendendo i parametri oggetto della misura non agevolmente verificabili né <i>ex-post</i> né <i>ex-ante</i>. Tale problema di non replicabilità potrebbe rimanere anche in presenza dall'iniziativa di raccolta dati dell'autorità, da esperire a valle della presente consultazione. Tale raccolta dati potrebbe inoltre contribuire a un allungamento dei tempi necessari per la determinazione del costo del debito e quindi del WACC, pur senza fornire un beneficio in termini di replicabilità dei dati.</p> <p>In secondo luogo, l'utilizzo degli anni solari può generare uno scarto rispetto alle condizioni del mercato al momento della delibera di calcolo del WACC, solitamente emessa intorno a metà settembre.</p>

				<p>In terzo luogo, si nota che l'autorità non ha ritenuto opportuno rivedere gli indici iBoxx introdotti con la delibera 75/2025. In particolare, si ricorda che la Relazione Illustrativa della prima consultazione (pag. 28) indicava che gli indici iBoxx utilizzati per la stima del costo del debito fanno riferimento ad obbligazioni europee non finanziarie BBB. Tuttavia, che tali indici includono anche titoli emessi da soggetti extra-UE (Stati Uniti, Australia, Sud Africa), con un peso non marginale. Ciò determinerebbe una discontinuità rispetto a quanto dichiarato da ART e introdurrebbe un approccio selettivo nella costruzione del campione di riferimento. In particolare, mentre per il costo del debito vengono considerati titoli extra-UE – con effetti di presumibile riduzione del valore stimato – per il calcolo del beta l'autorità limita il campione a società europee, includendo inoltre soggetti non perfettamente comparabili come Snam e Terna. Tale asimmetria metodologica può condurre a una sottostima complessiva del WACC. Si ritiene pertanto necessaria una revisione della metodologia al fine di garantire coerenza tra i parametri e neutralità regolatoria.</p>
44	4	<p><b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>[...]</p>		<p><b><i>Equity Risk Premium</i></b></p> <p>In merito al calcolo dell'ERP, si apprezza la precisazione effettuata sulla pertinenza geografica dei paesi inclusi nel calcolo dell'ERP. Si segnala tuttavia che rimane incerto l'orizzonte di calcolo adottato, così come rimane la non comparabilità fra i dati utilizzati per il calcolo dell'ERP e quello del <i>risk free rate</i>.</p>
44	7	<p><b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>[...]</p>		<p><b><i>Beta</i></b></p> <p>Rispetto alla metodologia proposta nella delibera 75/2025, si apprezza l'inclusione di <i>comparables</i> più rappresentativi del settore, come Vinci, FNM e Sacyr, come suggerito in sede di prima consultazione. Tuttavia, rimane ancora poco chiaro il processo di selezione dei <i>comparables</i>, così come l'esclusione delle società aeroportuali (specialmente a fronte del mantenimento di Snam e</p>

				<p>Terna), che sarebbero coerenti con i criteri individuati dall'autorità e più rappresentativi del profilo di rischio delle autostrade, come sostenuto in fase di prima consultazione. In particolare, i gestori aeroportuali sono entità già regolate dall'autorità e operanti in settori infrastrutturali contraddistinti da una domanda parzialmente rigida, oltre a essere caratterizzati da similarità sotto il punto di vista della durata dei periodi regolatori.</p> <p>Inoltre, si ricorda che la delibera attualmente in consultazione, così come avveniva per la delibera 75/2025, non fornisce alcuna indicazione sui parametri di <i>de-levering</i> dei beta delle società comparabili, lasciando un margine interpretativo che può generare incertezza e minare la replicabilità del calcolo del WACC. Inoltre, si ricorda che l'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente, può portare a importanti variazioni del beta fra un periodo regolatorio e l'altro, anche a parità di comparables e metodologia. Tale impostazione è inoltre aggravata dall'utilizzo degli anni solari in luogo degli anni effettivi dal momento del calcolo del WACC, che introduce un disallineamento temporale fra aspettative del mercato e valori utilizzati nel calcolo.</p>
44	8	<p><b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Remunerazione del valore di subentro</b></p> <p>Pur notando il ridimensionamento del fattore correttivo del WACC da -20% a -10%, si rimarca che la differenziazione della remunerazione del valore di subentro pone forti criticità e che la sua applicazione non è condivisibile. Inoltre, la scelta del parametro di riduzione appare non giustificata da studi di impatto sul settore o dalla letteratura economica. In generale, tale impostazione rischia di produrre effetti distorsivi e discriminatori sulle concessioni (a seconda della presenza o meno del valore di subentro, infatti, i medesimi asset potrebbero essere remunerati in maniera diversa), oltre a generare dubbi sulla loro bancabilità o sulla capacità del settore di attrarre investimenti, in quanto questi potrebbero non essere adeguatamente remunerati.</p>

				<p>La differenziazione della remunerazione del valore di subentro appare in contrasto con il principio di salvaguardia, in quanto la remunerazione al WACC diminuito sarebbe applicata anche alla quota di valore di subentro correlata al CIN ante, che andrebbe invece remunerato al TIR.</p> <p>Inoltre, si nota che nella Relazione Illustrativa alla presente delibera, così come avveniva nella Relazione Illustrativa alla delibera 75/2025, viene ripetuto che “[...] <i>la disciplina attualmente vigente [...] non prevede ad oggi alcuna remunerazione del c.d. terminal value</i>”. Tale affermazione non trova riscontro nelle delibere oggetto di revisione, che prevedono espressamente il recupero dei costi di capitale legati al valore di subentro.</p> <p>Si ricorda poi che la differenziazione della remunerazione del valore di subentro rispetto al CIN non trova giustificazione nella teoria economica, in quanto il CIN e il valore di subentro coprono asset caratterizzati dal medesimo rischio operativo. Una remunerazione del valore di subentro inferiore al WACC applicato al CIN introdurrebbe una sottostima del profilo di rischio/rendimento del valore di subentro, introducendo effetti distorsivi e scoraggiando gli investimenti.</p> <p>Infine, si nota anche che in altri settori regolati la remunerazione del valore di subentro non risente di alcuna penalizzazione rispetto al WACC (si vedano ad esempio il settore aeroportuale e la disciplina del settore energetico di ARERA).</p>
--	--	--	--	--