



Roma, 26 Novembre 2025

Spett.le

**Autorità di Regolazione dei Trasporti**

Via Nizza, 230

10126 – Torino (TO)

pec: [pec@pec.autorita-trasporti.it](mailto:pec@pec.autorita-trasporti.it)

e, p.c.

Spett.le

**Ministero delle Infrastrutture e dei  
Trasporti**

Dipartimento per le infrastrutture e le reti  
di trasporto Direzione Generale per le  
autostrade e la vigilanza sui contratti di  
concessione autostradale

Via Nomentana, 2 - 00161 Roma (RM)

pec: [svca@pec.mit.gov.it](mailto:svca@pec.mit.gov.it)

**Oggetto: Delibera n. 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.**

Con la Delibera n. 188/2025, l'Autorità ha indetto una seconda consultazione pubblica  
sull'aggiornamento del Sistema tariffario di pedaggio per le concessioni ex art. 37, comma  
2, lett. g), del decreto-legge n. 201/2011, fissando per il 26 novembre 2025 il termine entro  
cui i soggetti interessati possono “formulare osservazioni e proposte sul documento di  
consultazione”.

Al riguardo, la scrivente, trasmette tramite l'apposito modello tabellare allegato le proprie  
osservazioni sulla proposta di regolazione in consultazione.

Pur apprezzando l'evoluzione intrapresa con la Delibera n. 188/2025 quale, ad esempio,  
**l'eliminazione del doppio gearing** nella determinazione del tasso di remunerazione del  
capitale investito (WACC) e, per le immobilizzazioni in corso (LIC), la previsione di  
**remunerazione delle opere più complesse al WACC**, permangono alcuni aspetti sui quali  
la scrivente ritiene importante la convocazione di **un'audizione**, al fine di poter illustrare e  
approfondire in modo più dettagliato i contenuti riportati nell'allegato alla presente.

A titolo esemplificativo e al fine di far meglio emergere le ragioni per la richiesta di un'audizione su tematiche così rilevanti e complesse - oltre a richiamare in via preliminare le osservazioni già formulate relative alla prima consultazione (Delibera n. 75/2025) - si riportano di seguito i principali punti sui quali la scrivente ritiene utile un'occasione di ulteriore confronto:

- 1) la potenziale introduzione di **profili di retroattività** (con efficacia a periodo regolatorio in corso) come nel caso della limitazione del **TIR dell'equity** che sembrerebbe non tenere conto della clausola di salvaguardia e dei valori contabili storici di riferimento e che potrebbe rischiare di comprimere oltre misura gli incentivi a investire nel settore autostradale;
- 2) la presenza di misure che non garantiscono la **neutralità economico-finanziaria**, come nel caso della sotto-remunerazione delle **poste figurative** e del **valore di subentro**, in alcuni casi inferiore al WACC;
- 3) il permanere di uno **squilibrio significativo nella matrice dei rischi a sfavore della concessionaria**, ad esempio in relazione al rischio traffico.

L'audizione con un confronto su tali punti appare ancor più rilevante in relazione alla fase, come quella attuale, di **aggiornamento dei Piani Economico-Finanziari (PEF)**.

Rimanendo a disposizione per ogni ulteriore interlocuzione, l'occasione è gradita per porgere cordiali saluti.

Direzione Affari Regolatori

Direttore

(Andrea Oglietti)

Allegati:

- File compilato secondo il format di cui all'All. B Delibera 188/2025; Altamente confidenziale
- File compilato secondo il format di cui all'All. B Delibera 188/2025; Da pubblicare

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

Vista l’indizione di una seconda consultazione nel corso del processo avviato con la delibera n. 64/2024 per l’aggiornamento del sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all’articolo 37, comma 2, lettera g), del decreto legge 201/2011, si coglie l’occasione per trasmettere, nel formato tabellare previsto, osservazioni puntuale sulle misure di riforma dell’attuale sistema regolatorio proposte dalla Delibera n. 188/2025 (di seguito: la Delibera).

Pur apprezzando l’evoluzione intrapresa con la Delibera n. 188/2025 quale, ad esempio, l’eliminazione del doppio *gearing* nella determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) e, per le immobilizzazioni in corso (LIC), la previsione di remunerazione delle opere più complesse al WACC, permangono alcuni aspetti sui quali la scrivente ritiene importante fornire specifiche considerazioni auspicando ulteriori valutazioni da parte dell’Autorità.

A titolo esemplificativo si riportano di seguito i principali punti sui quali la scrivente ritiene utile svolgere ulteriori approfondimenti:

1. la potenziale introduzione di profili di retroattività (con efficacia a periodo regolatorio in corso) come nel caso della limitazione del TIR dell’*equity* che sembrerebbe non tenere conto della clausola di salvaguardia e dei valori contabili storici di riferimento e che potrebbe rischiare di comprimere oltre misura gli incentivi a investire nel settore autostradale;
2. la presenza di misure che non garantiscono la neutralità economico-finanziaria, come nel caso della sotto-remunerazione delle poste figurative e del valore di subentro, in alcuni casi inferiore al WACC;
3. il permanere di uno squilibrio significativo nella matrice dei rischi a sfavore della concessionaria, ad esempio in relazione al rischio traffico.

In ultimo, si riscontrano **parziali miglioramenti in termini di trasparenza**. Tale profilo merita particolare attenzione essendo fondamentale rimuovere eventuali incertezze o meccanismi regolatori che possano risultare di difficile valutazione in termini di impatto sull’equilibrio economico-finanziario dei concessionari (come anche evidenziato di recente da Moody’s)<sup>1</sup>, così garantendo la piena trasparenza del quadro regolatorio.

<sup>1</sup> Si veda ad es., Moody’s (2025), *Announcement of Periodic Review: Moody’s Ratings announces completion of a periodic review of ratings ASTM S.p.A.*, maggio; Moody’s (2025), *Announcement of Periodic Review: Moody’s Ratings announces completion of a periodic review of ratings of Autostrade per l’Italia S.p.A.*, novembre. Analoghe valutazioni sono state espresse negli anni precedenti.

Misura	Punto	Citazione del testo oggetto di osservazione /proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato o integrato	Breve nota illustrativa dell'osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
3	1	<b>Finalità del Sistema Tarifffario</b> 2. [...]		<p><b>Considerazioni generali e principi regolatori</b></p> <p>La Delibera conferma in larga parte le modifiche al quadro regolatorio vigente e le relative motivazioni già prospettate con riferimento alla delibera n. 75/2025, che – come indicato nella risposta alla prima consultazione a cui si rimanda e che si conferma (<a href="#">link</a>) – presentano questioni che richiedono ulteriori valutazioni, specie per le concessioni vigenti. Inoltre, la <b>Delibera introduce nuovi elementi che incidono in modo non favorevole sul profilo rischio/rendimento</b>, come ad es. le modalità di calcolo dell'equilibrio economico-finanziario, l'ammontare degli accantonamenti per la mancata realizzazione degli investimenti (inclusi quelli non remunerati in tariffa) e la possibile revisione dell'<i>X-factor</i> per i periodi regolatori successivi a quello di prima applicazione nei casi in cui sia stato definito il recupero dell'incremento di produttività su più periodi regolatori, incidendo sugli obiettivi già fissati dall'attuale regolazione e sulla base dei quali la concessionaria ha definito le proprie strategie di efficientamento di medio termine.</p> <p>Nel complesso quindi, anche considerando alcuni elementi positivi (come ad es. il superamento del doppio <i>gearing</i>, l'inclusione di Sacyr e Vinci nel campione per la stima del</p>

			<p><i>beta</i>, il trattamento meno penalizzante per le immobilizzazioni in corso di primo livello e altri cambi che riducono parzialmente l'impatto di alcune delle modifiche più critiche della delibera n. 75/2025), la Delibera si ritiene modifichi in maniera sostanziale l'attuale impianto applicato alle concessioni in essere.</p> <p>Si rileva <b>uno sbilanciamento della matrice dei rischi rispetto al livello di remunerazione conseguibile dal concessionario.</b><sup>2</sup> Inoltre, in alcuni casi, queste modifiche <b>non sembrano perseguire il principio di neutralità economico-finanziaria – <i>in primis</i></b> per il calcolo delle poste figurative e la remunerazione del capitale investito, in particolare per quanto previsto per l'eventuale valore di subentro e le immobilizzazioni in corso di secondo livello – incidendo sulla stabilità e la prevedibilità di un quadro regolatorio di applicazione relativamente recente.</p> <p>Specifici approfondimenti e chiarimenti devono essere dedicati anche ai <b>meccanismi per assicurare una transizione graduale al nuovo regime regolatorio</b> escludendo effetti retroattivi sugli atti regolatori vigenti. Ciò risulta importante in particolare per le concessioni vigenti, incidendo in maniera significativa sugli <i>economics</i> alla base dei rapporti concessori in essere.</p> <p>I maggiori punti di attenzione riguardano le seguenti misure:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• il meccanismo del recupero del sovra-rendimento, basato unicamente sul TIR <i>Equity</i> e con un <i>benchmark</i> definito pari al costo dell'<i>equity</i> ammesso, che non considera una quota</li> </ul>
--	--	--	--

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli si veda l'allegato “Analisi comparativa della matrice dei rischi in diversi settori regolati” condiviso in risposta alla delibera n. 75/2025, che mostra come in altri settori regolati analizzati non si riscontra un’allocazione dei rischi più (o altrettanto) penalizzante e sbilanciata rispetto a quella proposta nella delibera n. 75/2025 e in larga parte confermata dalla Delibera.

				<p>rilevante di <i>asset</i> soggetti al meccanismo di salvaguardia e quindi remunerati, secondo la stessa regolazione ART, al tasso interno di rendimento (TIR) previgente;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'applicazione di un tasso di attualizzazione/capitalizzazione di parte delle poste figurative a un tasso diverso dal c.d. tasso <i>blended</i> (come espressamente previsto tanto dall'attuale regolazione ART quanto dalla sentenza n. 1034/2022 del TAR Piemonte) e comunque inferiore al tasso di remunerazione del capitale investito (WACC), che impedisce il rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria e si pone in contraddizione con il sistema tariffario definito dalla stessa Autorità);</li> <li>• la remunerazione di un eventuale valore di subentro a un tasso inferiore al WACC, sia per gli <i>asset</i> relativi al CIN post sia, in particolar modo, per gli <i>asset</i> relativi al CIN ante, ai quali dovrebbe invece trovare applicazione il TIR (anziché il WACC), con effetti penalizzanti per il concessionario e configurando un elemento che merita ulteriori approfondimenti sotto il profilo economico);</li> <li>• la remunerazione di una parte delle immobilizzazioni in corso al costo del debito anziché al WACC/TIR (a seconda degli <i>asset</i> considerati), che non rispetta il principio di neutralità economico-finanziaria e non cattura adeguatamente il rischio di costruzione a carico del concessionario);</li> <li>• la previsione di rendere vincolanti stime di traffico sviluppate numerosi anni prima e destinate ad essere riviste con cadenza quinquennale.</li> </ul>
--	--	--	--	--

<p>5</p>	<p><b>1-8</b></p>	<p><b>Entrata in vigore delle misure</b> [...]</p>	<p><b>Entrata in vigore delle nuove misure regolatorie</b></p> <p>Come già rilevato in occasione della precedente consultazione (v. risposta ASPI), per le concessioni i cui PEF e i relativi atti aggiuntivi sono attualmente in corso di approvazione, dovrebbero continuare ad applicarsi le regole vigenti, scaturenti dai sistemi tariffari ART precedentemente approvati per ciascuna concessione, fino alla fine dei rispettivi periodi concessori, preservando così gli effetti derivanti dalla clausola di salvaguardia prevista dalla medesima regolazione ART.</p> <p>Le ulteriori modifiche qui sottoposte in consultazione appaiono meritevoli di ulteriore approfondimento.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le misure ripropongono anzitutto una distinzione tra i concessionari che dovranno applicare le misure attraverso atti aggiuntivi da approvare in occasione “<i>del primo aggiornamento [...] del piano economico-finanziario del concessionario successivo alla data di adozione del presente provvedimento</i>” (Misura 5.1) e i concessionari, come ASPI, il cui periodo regolatorio è già in corso ma “<i>con PEF non ancora definitivamente approvato e efficace</i>” (Misura 5.2), che devono applicare le misure dal 1° gennaio 2026. In questo modo però i concessionari il cui PEF è in corso di approvazione sarebbero esposti a ulteriori ritardi derivanti dalla sopravvenuta necessità di rivedere il PEF secondo le nuove disposizioni della Delibera nell’ambito di un <i>iter</i> approvativo già da tempo avviato.</li> <li>• si stabilisce al contempo che <b>un numero significativo di misure, impattanti sull’equilibrio concessorio, entrerebbe “in ogni caso” in vigore dal 1° gennaio 2026</b> (Misura 5.5). A tal fine la proposta di delibera prevede che “<i>concedente e concessionario provvedono all’adeguamento dei medesimi PEF alle presenti misure entro il 31 dicembre 2026</i>”, con contestuale applicazione del meccanismo di differimento dell’adeguamento tariffario</li> </ul>
----------	-------------------	--	---

			<p>annuale, di cui all'art. 14, co. 2, ultimi due periodi, legge n. 193/2024 (Misura 5.3). Con questa previsione però ART prorogherebbe con atto di regolazione i termini di procedimenti normativamente fissati.</p> <p>A questo si aggiunge che il meccanismo derogatorio introdotto non sembra fornire adeguata <b>flessibilità nell'implementazione del nuovo quadro regolatorio</b>.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Le condizioni previste per l'applicazione delle possibili deroghe</b>, in particolare un incremento tariffario che, per tutto l'arco concessorio, non superi di 50 punti base quello derivante dall'applicazione del tasso di inflazione programmata (peraltro assunto in sede di prima applicazione del sistema tariffario ART, in un contesto completamente diverso dall'attuale), <b>appaiono eccessivamente stringenti</b> e non correlate alle esigenze di investimento sottostanti.</li> <li>• Diversamente da quanto rappresentato nel Documento AIR, secondo cui i criteri e principi per l'accesso alle deroghe porterebbero a benefici <i>"forti"</i> in termini di trasparenza (Documento AIR, pagg. 51-52), <b>alcune delle condizioni cui sono subordinate le deroghe richiedono valutazioni discrezionali</b> (ad es. Misura 5.4, lettera b), punto i); Misura 5.8). Ciò potrebbe incidere sull'uniformità di trattamento tra i diversi concessionari.</li> </ul> <p>Non è chiaro, inoltre, quale sia l'ambito di applicazione temporale della deroga di cui alla Misura 5.8, ove si fa riferimento al <i>"primo periodo regolatorio di applicazione del presente atto di regolazione"</i>. In ogni caso, le tempistiche per l'entrata in vigore dovrebbero <b>evitare l'applicazione retroattiva delle nuove disposizioni</b>.</p>
--	--	--	---

<p>27</p>	<p>1</p>	<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>3. [...]</p>	<p><b>Allocazione del rischio traffico</b></p> <p>Rispetto alla precedente consultazione, la Delibera prevede un ulteriore <b>incremento del rischio traffico in capo al concessionario, esponendolo a rischi al di fuori della sua ragionevole capacità di previsione e gestione</b>. La misura presenta inoltre aspetti poco chiari nelle modalità di applicazione per le concessioni vigenti (in particolare in presenza di affidamenti avvenuti da più di 15 anni), oltre che alcune apparenti incoerenze con i chiarimenti forniti nel corso della precedente consultazione.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La Delibera ha rimosso il riferimento alle “previsioni di traffico” tra i parametri aggiornati con cadenza quinquennale al termine di ciascun periodo regolatorio (Misura 2.1, punto 8). La misura sembrerebbe quindi prospettare <b>un unico aggiornamento al termine del terzo periodo regolatorio</b> (senza peraltro specificare da quando decorrerebbero i 15 anni), rappresentando quindi un ulteriore e <b>significativo incremento del rischio traffico in capo al concessionario</b>.</li> <li>• Come già indicato durante la precedente consultazione (v. <a href="#">risposta ASPI</a>), previsioni di traffico fisse per un periodo di 15 anni, con un unico aggiornamento al termine del terzo periodo regolatorio, espongono il concessionario a un rischio che appare al di fuori della sua ragionevole capacità di gestione, date le oggettive e note difficoltà nel prevedere con ragionevole certezza le evoluzioni della domanda su orizzonti temporali così lunghi ed esposti a possibili <i>shock</i> (anche a fronte dell’utilizzo di un “<i>adeguato modello di simulazione trasportistico</i>” richiamato nel Documento AIR, pag. 47). Pertanto, si ritiene che <b>il rischio traffico andrebbe allocato sul concessionario unicamente (e al più) durante il periodo regolatorio</b>, con aggiornamento delle stime con cadenza quinquennale, confermando l’attuale impostazione.</li> </ul>
-----------	----------	---	---

			<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'applicazione della misura alle concessioni in essere non risulta sufficientemente chiara. Infatti, la risposta alla richiesta di chiarimento n. 1 di AISCAT fornita l'8 luglio 2025 specificava che, per le concessioni vigenti con durata superiore a 15 anni, la conclusione del terzo periodo regolatorio dovesse misurarsi a partire dalla data di decorrenza della concessione stessa. Questo chiarimento non appare tuttavia integrato all'interno della Delibera e, se applicato alla lettera, potrebbe tradursi in una totale assenza di aggiornamenti delle previsioni di traffico per le concessioni affidate più di 15 anni fa, con effetti particolarmente penalizzanti che necessiterebbero di essere attentamente valutati (trattandosi di un ancoraggio a stime di traffico ancora meno recenti).</li> <li>• Per le concessioni vigenti, il riferimento alle previsioni di traffico "<i>assunte in fase di affidamento</i>" non è univoco e solleva questioni applicative, sussistendo casi di concessioni i cui dati di traffico rinvenienti dalla gara/fase di affidamento sono stati superati da successivi atti convenzionali/PEF approvati o in fase di approvazione (oltre che casi in cui non sono presenti riferimenti a dati di traffico rinvenienti dalla procedura di affidamento). La misura comporterebbe quindi la mancata considerazione di previsioni più aggiornate che tengono invece conto anche di eventi straordinari, tra cui ad esempio le crisi economiche del periodo 2007-2013 e la più recente pandemia da COVID-19, comportando una variazione della regolazione retroattiva, che incide profondamente sul patto regolatorio.</li> <li>• Al fine di poter valutare compiutamente gli effetti delle modifiche proposte, si ritiene necessario acquisire chiarimenti sulle modalità di aggiornamento delle previsioni per le concessioni in essere da più di 15 anni, il cui terzo periodo regolatorio si sia già concluso, oltre che per i concessionari per i quali l'attuale regolazione ART ha già trovato</li> </ul>
--	--	--	---

				<p><b>applicazione</b> (tramite un PEF approvato che tipicamente riflette proiezioni di traffico più aggiornate rispetto a quelle “assunte in fase di affidamento”).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sebbene la Delibera abbia rivisto al rialzo il limite per l’aggiornamento delle stime di traffico</b> (da +/-10% a +/-15% rispetto alle stime “assunte in fase di affidamento”), <b>questo non ha un effetto materiale nel contenere l’allocazione del rischio sul concessionario</b>, dato l’elevato orizzonte temporale in cui le previsioni rimangono fisse.</li> </ul> <p>Rimangono in ogni caso valide tutte le ulteriori valutazioni espresse durante la precedente fase di consultazione, a cui si rimanda (<a href="#">link</a>).</p>
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>6. [...]</p>		<p><b>Verifica dell’equilibrio economico-finanziario</b></p> <p>La Delibera conferma nella sua interezza l’applicazione del meccanismo proposto nella delibera n. 75/2025, apparentemente non tenendo in considerazione le dettagliate osservazioni formulate nella precedente fase di consultazione. Allo stesso modo, il Documento AIR non fornisce alcuna valutazione dei potenziali impatti della misura – che si prevedono tuttavia particolarmente rilevanti, con un Project IRR che potrebbe passare dal ≈(omissis)% al ≈(omissis)%.</p> <p>Tra i punti più delicati che meriterebbero ulteriore approfondimento, già evidenziati nelle osservazioni fornite alla precedente consultazione, si segnalano i seguenti.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nonostante la Delibera definisca ulteriori indicatori di convenienza economica e sostenibilità finanziaria, <b>il TIR Equity viene confermato come unico indicatore per la verifica dell’equilibrio economico-finanziario, senza che siano fornite motivazioni al riguardo</b>. Altri indicatori, quali ad es. il TIR di Progetto, definito dalla stessa Delibera, sconterebbero minori criticità (in presenza di <i>benchmark</i> e modalità di calcolo ben</li> </ul>

				<p>calibrate). Questa scelta metodologica è particolarmente impattante per le concessioni esistenti; pertanto, si auspicano approfondimenti in merito che chiariscano meglio le motivazioni alla base della stessa.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Il TIR <i>Equity</i> viene confrontato con il costo dell'<i>equity</i> regolatorio, che non considera la remunerazione di una parte rilevante del CIN al TIR previgente (come previsto dal meccanismo di salvaguardia).</b> Il costo dell'<i>equity</i> regolatorio non risulta quindi un <i>benchmark</i> attendibile per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario né un riferimento valido della redditività attesa per il concessionario. Sebbene la mancata rappresentatività del costo dell'<i>equity</i> regolatorio come <i>benchmark</i> sia stata sollevata già nella precedente <a href="#">risposta</a> alla consultazione n. 75/2025, la Delibera e i materiali ad essa allegati non forniscono elementi di chiarimento al riguardo, pertanto si ritiene che la metodologia e il razionale per l'individuazione degli indicatori <i>benchmark</i> e rispettivi margini di tolleranza restino non esaustivi.</li> <li>• <b>Il TIR <i>Equity</i>, per come calcolato secondo la Delibera, si ritiene non possa essere considerato un riferimento rappresentativo della remuneratività della concessione per gli azionisti.</b> Il valore contabile dell'<i>equity</i> non è sempre indicativo del valore della società, specie in caso di concessioni con una storia pregressa molto lunga e/o concessionari che siano stati coinvolti in molteplici passaggi/operazioni azionarie o caratterizzati da strutture di capitale complesse.</li> <li>• <b>La corrispondenza tra (i) il TIR di progetto e il rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e (ii) il TIR <i>Equity</i> e il costo dell'<i>equity</i> per l'intero periodo della concessione, è compromessa già <i>ex ante</i> date le misure prospettate riguardo a poste figurative, eventuale valore di subentro e parte dei lavori in corso (LIC).</b></li> </ul>
--	--	--	--	---

			<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Le modalità di calcolo dei <i>benchmark</i> di riferimento richiedono ulteriori chiarimenti</b>, in particolare con riferimento al rendimento risultante dalla ponderazione del CIN e al costo dell'<i>equity</i> da valorizzare su più periodi regolatori successivi all'attuale.</li> <li>• <b>L'orizzonte temporale di calcolo non è rappresentativo della situazione reale</b>, in quanto non considera flussi di cassa e investimenti del periodo antecedente all'applicazione della misura, distorcendo significativamente i risultati per le concessioni in essere.</li> <li>• <b>L'assenza degli schemi per il calcolo dei diversi indicatori</b> (inclusi tra gli strumenti di contabilità regolatoria e richiamati tanto nella Delibera quanto nel Documento AIR, ma ad oggi non ancora disponibili) <b>rende incerto il procedimento di calcolo, incidendo sulla misurazione puntuale degli effetti negativi delle Misure proposte</b>. Pertanto, si ritiene opportuno che l'applicazione di queste misure sia, in ogni caso, sospesa almeno fino al termine del procedimento con cui saranno definiti gli specifici schemi di contabilità regolatoria.</li> </ul> <p>Per considerazioni di maggior dettaglio si rimanda integralmente alla <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025.</p> <p><b>La Delibera inoltre introduce ulteriori e rilevanti elementi di attenzione in relazione alle modalità di calcolo degli indicatori di convenienza economica e sostenibilità finanziaria.</b> Secondo la nuova Misura 32-bis al punto 8, gli indicatori andrebbero rettificati escludendo una lunga serie di minori ricavi/maggiori costi risultanti da (i) l'applicazione dei meccanismi incentivanti previsti nel modello tariffario; (ii) partite economico-finanziarie derivanti da minori ricavi o maggiori costi per impegni assunti negli atti di concessione/eventuali accordi transattivi; e (iii) il manifestarsi del rischio operativo a carico del concessionario.</p>
--	--	--	--

				<p>La Relazione Illustrativa indica quali esempi di fattispecie non considerate ammissibili ai fini delle verifiche dell'equilibrio economico-finanziario eventuali minori ricavi derivanti da volumi di traffico inferiori alle aspettative ed eventuali maggiori costi (ad es. costi operativi superiori rispetto alla dinamica annuale prevista dal meccanismo di <i>price-cap</i> o costi di investimento superiori alla spesa programmata ammessa). In base a tale impostazione, il concessionario non solo, come già previsto dal quadro regolatorio, non sarebbe in grado di recuperare tali maggiori costi (attinenti al perimetro regolato), ma questi non verrebbero neanche considerati ai fini della valutazione del suo livello di rendimento effettivo.</p> <p><b>Queste rettifiche agiscono aumentando virtualmente i rendimenti del concessionario secondo gli indicatori considerati, non rispecchiando quindi la reale situazione economico-finanziaria del concessionario</b> (in alcuni casi già impattata dall'utilizzo di valori contabili per il calcolo del TIR <i>Equity</i>, come rappresentato in precedenza) ed aumentando la probabilità di attivare il meccanismo di recupero del sovra-rendimento e/o riducendo la probabilità che si attivi la procedura di riequilibrio in caso di sotto-rendimento.</p>
27	1	<b>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</b> <b>Misura 32-ter (Meccanismo di recupero in relazione al rendimento)</b>		<p><b>Meccanismo di recupero del sovra-rendimento</b></p> <p>Come già rilevato (per maggiori dettagli si veda anche la <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025), il <b>confronto con il costo dell'<i>equity</i> per la verifica di un eventuale sovra-rendimento non è condivisibile e risulta contrario ai principi del meccanismo di salvaguardia</b>. La verifica del sovra-rendimento così definita, e le relative misure di <i>claw-back</i>, determinano significativi impatti economici per i concessionari e <b>riducono l'efficacia del meccanismo di salvaguardia</b> appositamente definito nell'attuale sistema tariffario.</p> <p>Come evidenziato anche nel corso dell'audizione di ASPI, <b>l'applicazione letterale di quanto previsto dalla Delibera</b> (come anche dalla precedente delibera n. 75/2025) solleva possibili</p>

	<p><b>ammesso sul capitale proprio)</b></p> <p>1. [...]</p>	<p><b>incoerenze tra i diversi indicatori.</b> Infatti, anche qualora il TIR di Progetto e il ROIC fossero in equilibrio (secondo le soglie indicate dalla Delibera), possono verificarsi casi in cui il TIR <i>Equity</i> risulta al di fuori dei margini di tolleranza, indicando un sovra-rendimento secondo quanto previsto dalla Delibera. Tuttavia, applicando il meccanismo di accantonamento in un fondo vincolato nel passivo dello stato patrimoniale emergerebbe una distorsione nel meccanismo in quanto, riconducendo il TIR <i>Equity</i> entro la soglia di equilibrio, si abbasserebbero il TIR di Progetto e il ROIC, al punto da configurare una situazione di sotto-rendimento che richiederebbe a sua volta un riequilibrio, creando un effetto circolare che merita attenta valutazione. Tale dinamica è illustrata nella figura seguente.</p> <p><b>Figura 1 – Riequilibrio del TIR <i>Equity</i> in presenza di sovra-rendimento e impatti sugli altri indici</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>1° calcolo</th> <th>TIR <i>Equity</i></th> <th>ROIC</th> <th>TIR di Progetto</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td>X</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Correzione TIR <i>Equity</i></th> <th>TIR <i>Equity</i></th> <th>ROIC</th> <th>TIR di Progetto</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td>✓</td> <td>X</td> <td>X</td> </tr> </tbody> </table> <p>Nel complesso, come già rappresentato, l'utilizzo del TIR <i>Equity</i>, specialmente se confrontato con il costo dell'<i>equity</i> ammesso, non fornisce un'indicazione attendibile della redditività attesa del concessionario. Pertanto, il meccanismo prospettato dalla Delibera, oltre che essere particolarmente penalizzante per i concessionari, non permette neanche di perseguire l'obiettivo proposto (ovvero <i>"identificare ed eliminare eventuali sovracompenzazioni ("extra-profitti"), in linea con le direttive e i regolamenti della Commissione europea in materia di aiuti di Stato, e le eventuali sotto compensazioni"</i>, Documento AIR, pag. 32).</p>	1° calcolo	TIR <i>Equity</i>	ROIC	TIR di Progetto		X	✓	✓	Correzione TIR <i>Equity</i>	TIR <i>Equity</i>	ROIC	TIR di Progetto		✓	X	X
1° calcolo	TIR <i>Equity</i>	ROIC	TIR di Progetto															
	X	✓	✓															
Correzione TIR <i>Equity</i>	TIR <i>Equity</i>	ROIC	TIR di Progetto															
	✓	X	X															

			<p>Più in generale, anche qualora il meccanismo tenesse adeguatamente conto della remunerazione prevista dalla clausola di salvaguardia, la misura determinerebbe comunque un azzeramento del valore attuale netto (VAN) dell'investimento. Tale condizione rischia di fatto di eliminare gli incentivi a investire nel settore autostradale. Difatti, in un contesto di risorse e capitali limitati, gli investitori privileggeranno progetti con VAN positivo. Tale rischio è ulteriormente accentuato dall'impiego del costo dell'<i>equity</i> regolatorio, che rappresenta una stima del rendimento atteso dagli investitori caratterizzata da un elevato grado di incertezza, che non risulta adeguatamente mitigato dai ristretti margini di tolleranza previsti nel meccanismo.</p> <p>Inoltre, la Delibera prevede una significativa asimmetria tra i limiti posti all'<i>upside</i> (sovra-rendimento) e le scarse o assente tutele in caso di sotto-rendimento, contribuendo allo sbilanciamento della matrice dei rischi, senza fornire motivazioni a supporto di questa scelta. Le modalità di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario in caso di disequilibrio negativo, pur mantenendo l'allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, dovrebbero considerare: (i) le discontinuità nei volumi di traffico e (ii) l'aumento dei costi operativi e di investimento, aspetti che non appaiono invece adeguatamente catturati dalla Delibera.</p> <p>Questa asimmetria del meccanismo non sembra essere stata considerata nelle valutazioni incluse nel Documento AIR. Il Documento AIR, infatti, indica effetti di intensità "forte" sui benefici in termini di equilibrio economico-finanziario (Documento AIR, pag. 57), senza tuttavia rilevare che, mentre nel caso di sovra-rendimento la misura definisce un puntuale meccanismo di <i>claw-back</i>, nel caso di sotto-rendimento si limita a richiamare quanto già previsto dal Codice dei Contratti Pubblici.</p> <p>Peraltro, la compressione dei flussi di cassa disponibili per l'azionista porta a una traslazione del rischio di <i>under performance</i> dagli <i>shareholders</i> ai <i>bondholders</i>, aumentando la difficoltà</p>
--	--	--	--

				<p>del concessionario a collocare sui mercati il debito necessario per gli investimenti, compromettendo la capacità di realizzazione degli investimenti.</p> <p>Allo stesso modo, <b>la certezza e stabilità del quadro regolatorio rappresenta un elemento essenziale tanto per i soggetti regolati quanto per gli investitori</b>. Ad esempio, nella propria metodologia di <i>rating</i> per le autostrade, Moody's assegna un peso di 10% al quadro regolatorio e concessionario<sup>3</sup> e, già in passato, ha evidenziato l'impatto negativo sulle capacità di finanziamento derivanti dall'incertezza regolatoria e dai ritardi nell'approvazione del PEF<sup>4</sup>. In altri settori regolati, come il settore idrico in Inghilterra e Galles, l'incremento del rischio regolatorio ha portato a un deterioramento del merito creditizio, fino a valori <i>sub investment-grade</i>, con conseguenze particolarmente negative sulla capacità di attrarre capitali.<sup>5</sup></p>
27	2	<b>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</b>  Alla Misura 20 dell'Allegato A alle delibere di cui alla		<p><b>X-factor</b></p> <p>La Delibera prevede la possibilità di rivedere il valore dell'<i>X-factor</i> nell'ambito dell'aggiornamento/revisione del PEF e del Piano Finanziario Regolatorio (PFR) per i periodi regolatori successivi a quello di prima applicazione del regime ART.</p> <p>Tale modifica, non precedentemente prevista nella delibera n. 75/2025, <b>potrebbe comportare effetti sostanzialmente retroattivi, anche incidendo su quanto previsto in sede di approvazione del precedente PEF</b>, con impatti negativi sulla certezza regolatoria e sulla</p>

<sup>3</sup> Moody's (2022), *Privately Managed Toll Roads Rating Methodology*, dicembre.

<sup>4</sup> Si veda nota 1.

<sup>5</sup> Moody's (2024), *Reduced predictability of regulatory environment pressures credit quality – Regulated Water Utilities UK*, novembre.

		Tabella 2, è aggiunto il seguente punto: [...]		stabilità dei presupposti in funzione dei quali i concessionari hanno definito le strategie di efficientamento di medio termine.
33	1	<p><b>Criteri di ammissibilità degli investimenti</b></p> <p>Dopo il punto 3, è inserito il seguente:</p> <p>“4. [...]</p>		<p><b>Criteri di ammissibilità degli investimenti</b></p> <p>La Delibera riprende il principio già introdotto con la delibera n. 75/2025 secondo cui, salvo casi particolari, non è possibile ammettere voci di costo addizionali rispetto al quadro economico delineato originariamente nel PEF e risultante dal progetto di fattibilità tecnica ed economica (PFTE).</p> <p>Oltre a confermare il riferimento ai valori risultanti dal PFTE come punto di riferimento per il riconoscimento degli investimenti (su cui si rimanda alla <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025 ), la misura sembra definire come costi non ammissibili a riconoscimento tariffario eventuali variazioni intervenute rispetto a quanto previsto “<i>originariamente nel PEF</i>”. Si osserva che tale impostazione non tiene conto di numerose circostanze che, come mostrato dall’esperienza recente, possono incidere significativamente sulle stime di costo per la realizzazione di opere complesse, dal costo dei materiali a nuove/diverse specifiche delle opere stesse. Si ritiene pertanto che la misura si configura come eccessivamente stringente. In ogni caso, si auspica che vengano fatti salvi eventuali varianti richieste dal Concedente o derivanti da fatti non dipendenti dalla volontà della concessionaria.</p>

34	1	<b>Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili</b> [...]		<b>Quantificazione degli investimenti in beni reversibili</b>  La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.
35	1	<b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b> 5. [...]		<b>Ammortamento tramite vite utili regolatorie</b>  La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.
35	1	<b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b> 6. [...]		<b>Quantificazione del valore di subentro</b>  La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.
35	1	<b>Criteri di determinazione dei costi di capitale</b> 7. [...]		<b>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</b>  In generale, per quanto si riscontri un miglioramento rispetto a quanto prospettato nella delibera n. 75/2025, una diversa remunerazione del capitale per i LIC – anche se solo per una parte di essi (ovvero quelli di secondo livello) – <b>applicando il costo del debito ammesso, non</b>

				<p><b>appare condivisibile</b>, e si ritiene che non dovrebbe trovare applicazione agli interventi già oggetto delle convenzioni in essere.</p> <p>Difatti, un diverso trattamento degli <i>asset sottoposti ad ammortamento secondo vite utili regolatorie</i> per interventi già oggetto delle convenzioni in essere potrebbe disincentivare significativamente il ricorso a questa modalità di ammortamento, limitando una delle possibili leve di riequilibrio e di contenimento delle tariffe nel breve termine (con impatti positivi anche in termini di equità intergenerazionale delle tariffe).</p> <p>Per quanto riguarda la remunerazione di parte dei LIC applicando un tasso inferiore al WACC/TIR e per i meccanismi volti a disincentivare ritardi nell'avanzamento dei lavori e loro entrata in esercizio, non essendo state previste modifiche rispetto alla delibera n. 75/2025, si rimanda alla precedente <a href="#">risposta</a>.</p>
36	1	<b>Tasso di remunerazione del capitale investito</b> 1. [...]		<p><b>Tasso di remunerazione del capitale investito (WACC)</b></p> <p>Le modifiche apportate dalla Delibera, pur apprezzabili e migliorative, come sopra già rappresentato, non sembrano risolvere tutte le tematiche evidenziate nella <a href="#">risposta</a> alla precedente consultazione, alle quali si rimanda.</p> <p><sup>6</sup>Inoltre, continuerà a trovare applicazione un <b>WACC diverso per gli investimenti sostenuti nello stesso anno da diversi concessionari</b> a seconda dell'anno di avvio del periodo regolatorio.</p> <p>Infine, come già argomentato, il <b>meccanismo di trigger definito dalla Delibera risulta poco efficace</b>, confermando la rigidità del modello e non fornendo adeguata protezione ai concessionari rispetto a possibili variazioni delle condizioni di mercato.</p>

37	1	<p><b>Tasso di inflazione programmato</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Tasso di inflazione programmato</b></p> <p>La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.</p>
39	1	<p><b>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</b></p> <p>[...]</p>		<p><b>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</b></p> <p>La Delibera conferma il meccanismo asimmetrico, nonostante le osservazioni già segnalate nella <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025 (a cui si rimanda), senza fornire motivazioni adeguate alla base del cambiamento verso un meccanismo asimmetrico, né affrontare, nella Relazione Illustrativa o nel Documento AIR, i rilevi segnalati durante la consultazione.</p> <p>In particolare, <b>il meccanismo penalità/premi risulta essere doppiamente asimmetrico</b>, da un lato nei valori massimi di penalità/premi (-2% / +1%), dall'altro nella formula, che limita il valore massimo degli indicatori ed assegna la penalità massima anche in presenza di un solo indicatore al di sotto del livello minimo (allo stesso modo, è prevista una penalità se almeno uno degli indicatori si colloca sotto il livello di equilibrio ma sopra il livello minimo).</p> <p>Questa formulazione, come già segnalato, oltre a risultare significativamente <b>penalizzante, rischia di disincentivare i concessionari ad investire negli ambiti che genererebbero il maggior value for money per gli utenti.</b></p>

<p><b>39</b></p>	<p><b>1</b></p>	<p><b>Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi</b></p> <p>5. [...]</p>	<p><b>Indicatori di qualità del servizio</b></p> <p>La Delibera implementa alcune osservazioni sugli indicatori di qualità segnalate nella <a href="#">risposta</a> di ASPI (in particolare rispetto all'indice di fluidità ai caselli). Tuttavia, altre considerazioni riportate nella Relazione Illustrativa meritano ulteriori chiarimenti rispetto all'approccio effettivamente adottato nell'Allegato A della Delibera (indici di aderenza e rugosità della pavimentazione, aggiornamento delle informazioni tramite pannelli a messaggio variabile, PMV).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Indice di fluidità ai caselli</b> – si accoglie positivamente la modifica all'indice, che passa a misurare le ore effettivamente disponibili per il pagamento automatizzato del pedaggio in rapporto alle ore teoricamente disponibili che, come anche previsto dalla Relazione Illustrativa (pag. 16) dovranno tenere in considerazione l'impossibilità, in alcuni casi, di garantire un'operatività continuativa H24 a causa di fattori esterni. In sede di definizione degli indicatori sarà fondamentale individuare puntualmente le casistiche da escludere dal calcolo delle ore teoriche complessivamente disponibili. Queste casistiche dovrebbero includere sia eventuali indisponibilità delle stazioni automatiche che non impattano gli utenti (ad es. apertura in funzionamento manuale, indisponibilità per chiusura tratta) sia per cause al di fuori del controllo del concessionario (quali danni di terzi o cause di forza maggiore eccezionali, ecc.).</li> <li>• <b>Indici di aderenza e rugosità della pavimentazione</b> – non appare chiara la posizione espressa dall'Autorità in relazione agli spunti sugli indici di aderenza e rugosità della pavimentazione, con la proposta di ASPI valutata come "<i>tecnicamente neutra</i>" (Relazione Illustrativa, pag. 17). Peraltro, se il mantenimento di un approccio coerente con l'attuale metodologia suggerito da ASPI fosse "<i>tecnicamente neutro</i>", non appare chiara la</li> </ul>
------------------	-----------------	---	---

				<p>necessità di passare a un diverso indicatore che non risulta essere stato oggetto di monitoraggio del Concedente ed il cui rilievo risulterebbe più complesso e oneroso.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Aggiornamento delle informazioni tramite PMV</b> – la Relazione Illustrativa accoglie le osservazioni sulla bassa significatività dell'indicatore (Relazione Illustrativa, pag. 17), tuttavia la Delibera lo mantiene con limitate modifiche che non vanno a risolvere le difficoltà nell'ottenere una misurazione oggettiva dell'indicatore già segnalate nella <a href="#">risposta</a> precedente.</li> <li>• <b>Customer satisfaction</b> – si accoglie con favore la previsione di introdurre modalità di somministrazione e metodologie di rilevazione uniformi a livello nazionale e affidate a soggetti terzi e indipendenti. Al tempo stesso, si ribadiscono gli elementi di attenzione relativi alla limitata variabilità dell'indicatore anno su anno e alla difficoltà degli utenti di associare le tratte ai relativi concessionari.</li> <li>• <b>Numero di reclami pervenuti in rapporto al traffico servito</b> – l'indicatore appare poco rappresentativo dell'effettiva qualità del servizio, dato che a un reclamo non corrisponde necessariamente un disservizio effettivo. Peraltro, anche per questo indicatore sussistono elementi di attenzione circa la difficoltà degli utenti di associare le tratte ai relativi concessionari, compromettendo l'attendibilità della misurazione.</li> </ul> <p>Si intendono integralmente richiamate le precedenti osservazioni sugli altri indicatori, che la Relazione Illustrativa non sembra aver affrontato.</p> <p>Infine, per quanto riguarda rispettivamente (i) l'indicatore <b>velocità media di percorrenza del flusso veicolare</b> e la limitata rappresentatività della velocità a flusso libero come parametro di riferimento e (ii) l'<b>indice di disponibilità dell'infrastruttura</b> e la definizione di cantieri, si</p>
--	--	--	--	---

				rimanda alle osservazioni formulate da ASPI in <a href="#">risposta alla delibera n. 160/2025</a> , nonché alla successiva lettera inviata in data 11/11/2025 Prot. ASPI/RM/2025/0025523.
40	1	<p><b>Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti</b></p> <p>La misura 25 dell'Allegato A alle delibere di cui alla Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p>[...]</p> <p><b>25.2 Meccanismo di accantonamento correlato alla responsabilità del concessionario</b></p> <p>[...]</p> <p><b>25.3 Ritardata realizzazione degli investimenti non</b></p>		<p><b>Meccanismo legato alla mancata realizzazione degli investimenti recuperabili in tariffa</b></p> <p>Sebbene il meccanismo legato alla mancata realizzazione degli investimenti per responsabilità del concessionario non si traduca più in un adeguamento tariffario ma in un accantonamento, <b>rimangono diversi elementi di attenzione</b>.</p> <p>L'accantonamento sembra avvenire in aggiunta alle penalità per la mancata realizzazione degli investimenti di cui al primo punto della Misura 40, portando ad una <b>doppia penalizzazione per i concessionari</b>. Inoltre, come richiamato dalla Delibera stessa (pag. 73), si sovrappone al sistema di penali già previsto dalla Convenzione Unica per la mancata (o tardata) realizzazione degli investimenti che, in casi specifici, possono comportare anche l'attivazione della procedura di grave inadempimento. In aggiunta, <b>l'accantonamento riguarda l'intero valore degli investimenti non realizzati per responsabilità del concessionario, andando a limitare significativamente i flussi di cassa</b> a disposizione dei concessionari per l'esercizio dell'attività operativa, con potenziali conseguenze negative sulla capacità di finanziamento.</p> <p>Più in generale, l'approccio <b>non</b> sembra tenere adeguatamente conto del fatto che le necessità di investimento potrebbero cambiare ed evolvere nel corso del periodo regolatorio in funzione di esigenze tecniche, operative o di sicurezza sopravvenute.</p> <p>Peraltro, <b>non appare chiaro il trattamento tariffario</b> degli investimenti realizzati tramite il fondo vincolato alimentato dal meccanismo di accantonamento, generando incertezza applicativa.</p>

		recuperabili in tariffa [...]	<p><b>Anche sotto il profilo contabile non sono chiare le modalità con cui effettuare l'accantonamento.</b> La natura contabile della posta in questione dovrebbe essere meglio contestualizzata e definita nella sua effettiva implementazione.</p> <p>Infine, in presenza di un sistema tariffario come quello definito da ART, in cui gli aggiornamenti tariffari sono direttamente collegati alla realizzazione degli investimenti, appare superfluo il ricorso a un meccanismo di accantonamento. Inoltre, come già segnalato nella precedente <a href="#">risposta</a>, il meccanismo penalizzante continua a sovrapporsi ad altri meccanismi definiti sia nella Delibera stessa che nella Convenzione Unica con le stesse finalità, portando a una duplicazione degli strumenti esistenti.</p> <p><b>Meccanismo legato alla mancata realizzazione degli investimenti non recuperabili in tariffa</b></p> <p><b>L'introduzione di un meccanismo di accantonamento per gli investimenti non recuperabili in tariffa presenta elementi di attenzione analoghi a quelli sopra evidenziati.</b> A tal fine si rimanda alle osservazioni già formulate in <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025</p>
41	1	<b>Poste figurative</b> 1. La misura 26 dell'Allegato A alle delibere di cui alla	<b>Poste figurative</b> Le modifiche prospettate con la Delibera, seppur mitigando parzialmente gli impatti delle misure, <b>non risolvono i principali punti di attenzione delle proposte</b> relative al riconoscimento e all'attualizzazione delle poste figurative. Gli aspetti concettuali già evidenziati nella <a href="#">risposta</a> alla delibera n. 75/2025 rimangono infatti invariati.

	<p>Tabella 2 è sostituita dalla seguente:</p> <p><b>“26.1 Generalità</b> [...]</p> <p><b>26.2 Disposizioni specifiche</b> [...]”</p>	<p>L’attualizzazione/capitalizzazione di una parte del saldo di poste figurative ad un tasso diverso ed inferiore al tasso <i>blended</i> tra TIR e WACC (e comunque inferiore al WACC) porta infatti a una sotto-remunerazione del concessionario su quota parte del proprio capitale investito, impattando negativamente l’equilibrio economico-finanziario e disincentivando gli investimenti. Inoltre, si osserva che la <b>misura agisce in deroga alla clausola di salvaguardia</b>, che prevede una remunerazione al TIR previgente per i costi di capitale riferibili agli <i>asset reversibili</i> afferenti al CIN ante, <b>e al principio di neutralità economico-finanziaria</b> alla base del meccanismo di poste figurative. <b>La remunerazione al costo del debito invece che all’inflazione programmata non modifica sostanzialmente tale questione di fondo.</b></p> <p>Rimangono quindi valide tutte le ulteriori valutazioni espresse durante la precedente fase di consultazione, a cui si rimanda, in particolare con riferimento ai seguenti aspetti.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La Delibera e la Relazione Illustrativa continuano ad <b>associare una penalizzazione a un elemento che non dipende direttamente dal concessionario ma da valutazioni di opportunità del Concedente</b>, anche in relazione all’esigenza di contenimento delle tariffe, aspetto che merita un approfondimento. Tale approccio penalizza il concessionario per decisioni al di fuori del suo controllo poiché, tipicamente, il ricorso alle poste figurative non rappresenta una scelta del concessionario.</li> <li>• La Delibera <b>identifica presunti vantaggi di natura economica per i concessionari</b> derivanti dall’utilizzo delle poste figurative e mira ad evitare comportamenti opportunisticici degli stessi <b>che non trovano riscontro nella pratica e non sembrano coerenti con gli incentivi di un operatore razionale</b>.</li> <li>• La <b>remunerazione al costo del debito invece che al tasso blended non compensa adeguatamente i rischi associati alla componente di remunerazione delle poste figurative</b>, che per essere incassate scontano tutti i rischi tipici del concessionario.</li> </ul>
--	--	---

				<p>L'utilizzo del solo costo del debito non è quindi in grado di riflettere il profilo di rischio effettivo.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• L'utilizzo di un tasso diverso dal <i>blended</i> per le concessioni vigenti appare in contrasto con la sentenza del TAR Piemonte richiamata nel Documento VIR allegato alla delibera n. 62/2024 (par. D.2.1), aspetto che meriterebbe un approfondimento.</li> <li>• La Delibera applica criteri (e un ordine di priorità) stringenti per l'azzeramento del saldo di poste figurative, che appaiono complessi. Inoltre, la Delibera prevede un ciclo di accumulo/recupero delle poste figurative che deve esaurirsi entro 15 anni (salvo la possibilità di deroghe richiamata nella Relazione Illustrativa, pagg. 18-19), senza tuttavia fornire elementi a supporto della scelta dell'orizzonte temporale proposto.</li> </ul> <p>Infine, la Delibera inserisce un nuovo punto specificando che, al fine di minimizzare il ricorso all'accumulo di poste figurative, il concessionario “è tenuto, in primis, a definire un’ottimale distribuzione temporale degli investimenti programmati, coniugata ad un’efficiente articolazione dei piani di ammortamento delle opere”, senza tuttavia tenere conto dei vincoli di natura convenzionale con cui i concessionari si devono confrontare.</p>
42	1	<b>Meccanismo di contenimento dei maggiori ricavi mediante revenue sharing</b> 1. [...]		<p><b>Meccanismo di revenue sharing</b></p> <p>La Misura 42 apporta delle modifiche al meccanismo di <i>revenue sharing</i> la cui applicazione risulta di difficile interpretazione e solleva perplessità metodologiche.</p> <p>La Misura parla di sommare l'extra-ricavo al saldo di poste figurative, potenzialmente rappresentando un posponimento di tale posta invece che un meccanismo di <i>claw-back</i>. Al fine di valutarne pienamente le implicazioni, si ritiene opportuno chiarire se tale posta sia invece da interpretare con segno negativo, andando quindi a ridurre il saldo di poste figurative</p>

				<p>correlato ai costi di rimborso del capitale riferibili agli <i>asset</i> reversibili relativi al CIN post (in linea con quanto previsto per l'ultimo periodo regolatorio).</p> <p><b>Se la Misura fosse da interpretare in questo secondo senso, rappresenterebbe un meccanismo penalizzante per i concessionari</b>, in quanto l'ammontare da recuperare non sarebbe più pari a una quota dell'extra-ricavo ma sarebbe rivalutato al tasso di remunerazione di capitale, configurandosi a tutti gli effetti come una vera e propria penalità per il concessionario piuttosto che come un meccanismo di condivisione.</p> <p>Inoltre, la <b>rivalutazione degli importi relativi ai maggiori ricavi</b> (che saranno soggetti a un <i>claw-back</i>, ovvero oggetto di restituzione da parte del concessionario) al WACC appare penalizzante considerando che la Delibera propone tassi di sconto diversi per altre poste che concorrono ai ricavi del concessionario.</p> <p>Tale meccanismo appare difficilmente giustificabile nel contesto di una piena allocazione del rischio traffico al concessionario per un periodo di almeno 15 anni (con, apparentemente, un'unica possibilità di revisione dopo tale periodo), configurando un sistema di misure penalizzanti che, nel loro complesso, contribuiscono allo sbilanciamento del profilo di rischio-rendimento per i concessionari.</p>
43	1	<b>Principi e criteri tariffari relativi all'eventuale protrarsi della gestione oltre la scadenza della concessione</b>		<p><b>Gestione oltre la scadenza della concessione</b></p> <p>La Delibera prevede di utilizzare il tasso di inflazione programmata per l'attualizzazione delle eventuali poste figurative generate a partire dall'anno di scadenza della concessione, in caso di protrarsi della gestione oltre tale termine.</p> <p>Tale misura non appare coerente rispetto a quanto prospettato in merito alle poste figurative alla Misura 41, secondo cui i tassi da applicare sarebbero il TIR/WACC (per i costi di rimborso</p>

		1. [...]		<p>del capitale degli <i>asset</i> afferenti rispettivamente al CIN <i>ante/post</i>) o il costo del debito (per i costi di remunerazione del capitale), accentuando le perplessità in merito alle disposizioni relative al recupero delle poste figurative. La Relazione Illustrativa non fornisce motivazioni per il diverso trattamento.</p> <p>In questo caso, la Delibera associa una penalizzazione a una circostanza che non dipende dal concessionario, ma è spesso determinata dalle tempistiche delle procedure per il nuovo affidamento o da decisioni del concedente in merito alla gestione della transizione.</p>
44	2	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Gearing</b></p> <p>Rispetto a quanto prospettato dalla delibera n. 75/2025, si apprezza il passaggio a un singolo valore di <i>gearing</i> nozionale pari al 50% per l'intero comparto, che potrebbe contribuire a migliorare la stabilità, trasparenza e prevedibilità dell'attuale metodologia di calcolo del WACC. Un singolo valore di <i>gearing</i> nozionale evita poi di introdurre ulteriori misure di differenziazione/discriminazione nelle condizioni applicate ai concessionari per investimenti effettuati nello stesso anno, risultando quindi più coerente con quanto prospettato nel Documento VIR allegato alla delibera n. 62/2024. Inoltre, un valore nozionale di <i>gearing</i> del 50% appare più consono al profilo di rischio dei concessionari autostradali rispetto al valore di 75% prospettato nella delibera n. 75/2025, che appariva invece eccessivamente elevato e basato su settori non confrontabili (quali le infrastrutture energetiche, caratterizzate da profili di rischio significativamente diversi).</p>
44	3	<b>Metodologia per la determinazione del</b>		<b>Costo del debito</b>

		<b>tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.
44	5	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Tasso <i>risk-free</i></b></p> <p>La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.</p>
44	6	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Equity Risk Premium (ERP)</b></p> <p><b>La metodologia di calcolo, incorporando valori dell'ERP di paesi Europei, presenta delle vulnerabilità che potrebbero sottostimare il premio al rischio degli investimenti in imprese attive in Italia.</b> Un ERP basato sui rendimenti italiani si ritiene sarebbe più appropriato, metodologicamente coerente e rappresentativo del rischio.</p> <p>Il tasso <i>risk-free</i> considerato nel calcolo del WACC è correttamente individuato nel rendimento dei titoli di stato italiani, che incorporano il premio al rischio paese specifico degli investimenti in Italia. <b>Il mercato di riferimento dell'ERP dovrebbe pertanto essere scelto coerentemente con il tasso <i>risk-free</i>,</b> come fatto storicamente dalla stessa ART nel settore autostradale</p>

				<p>utilizzando un ERP italiano; attualmente <b>l'utilizzo di mercati di riferimento diversi si ritiene non rappresenti adeguatamente la rischiosità degli investimenti in Italia.</b></p> <p>Non risulta peraltro dirimente la motivazione per il cambiamento metodologico presentata nella delibera n. 75/2025, secondo cui l'utilizzo (parziale) di un ERP europeo servirebbe a garantire coerenza con l'indice utilizzato nella regressione del <i>beta</i> (STOXX Europe 600, Relazione Illustrativa alla delibera n. 75/2025, pag. 29). Difatti, <b>il parametro <i>beta</i> rappresenta la sensibilità al rischio sistematico del mercato della specifica impresa, ma non incorpora il livello del premio al rischio del mercato</b>, che andrebbe invece catturato tramite l'adozione di un tasso <i>risk-free</i> e di un ERP appropriati e coerenti (ovvero basati su rendimenti italiani).</p>
44	7	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Beta</b></p> <p>Sebbene siano state introdotte modifiche al campione dei <i>comparables</i>, <b>permangono diversi punti di attenzione dal punto di vista metodologico.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Il campione di <i>comparables</i> continua ad includere imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali, in particolare Snam e Terna</b>, che sono sottoposte a un quadro regolatorio che riduce significativamente l'esposizione a diversi rischi rispetto alle autostrade italiane; e non sono quindi rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali.</li> <li>• <b>Il processo di selezione dei <i>comparables</i> dovrebbe essere reso più trasparente.</b> La Delibera non motiva l'esclusione di altri <i>comparables</i> potenzialmente più adatti, ad esempio le società aeroportuali, che sarebbero coerenti con i criteri indicati dalla Delibera</li> </ul>

			<p>e più rappresentativi del profilo di rischio delle autostrade. Inoltre, l'inclusione di operatori aeroportuali potrebbe contribuire a rendere più bilanciato il campione di <i>comparables</i> nel caso fossero mantenuti Snam e Terna.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• L'inclusione di FNM nel campione non risulta coerente con i criteri di selezione dei <i>comparables</i> elencati nella Delibera, in particolare con il criterio <i>"essere sufficientemente liquide sulla base del test di liquidità"</i> (cfr. Allegato A, pag. 82). Infatti, il valore del <i>bid-ask spread</i> calcolato sui prezzi del titolo di FNM nel periodo considerato per il calcolo del <i>beta</i> (2022-2024) risulta essere pari a 1,02%. Il <i>bid-ask spread</i> è un test di liquidità utilizzato dalla stessa ART nel settore aeroportuale, dove sono esclusi dal campione dei <i>comparables</i> le imprese con un valore superiore a 1% nell'orizzonte considerato (si veda ad esempio Delibera ART n. 91/2025). Anche ARERA ha adottato lo stesso test di liquidità per stabilire quali imprese includere nel campione del <i>beta</i>, con una soglia dell'1%.</li> <li>• La Delibera menziona l'utilizzo di una <i>"media ponderata in funzione del rischio registrato dal livello del singolo asset beta"</i>, ma non chiarisce la metodologia né i pesi adottati. Secondo la precedente delibera n. 75/2025 la media assumeva pesi crescenti al crescere del valore del <i>beta</i>, ma non sono stati specificati i pesi per un campione di sette imprese.</li> <li>• L'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente può condurre a maggiori fluttuazioni del <i>beta</i> tra un periodo regolatorio e l'altro, aumentando l'incertezza per i concessionari. Un orizzonte di cinque anni, coerentemente con la metodologia corrente (delibere ART n. 124/2024, n. 139/2023, n. 154/2022), contribuirebbe a garantire maggiore stabilità e prevedibilità della regolazione.</li> </ul>
--	--	--	--

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• La Delibera non chiarisce le modalità di <i>de-levering</i> dei <i>beta</i> individuati per le società incluse nel campione. Al riguardo, la prassi regolatoria in materia è di effettuare il <i>de-levering</i> utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato delle imprese. Non risulta inoltre chiara la fonte dei dati utilizzati, con ripercussioni sulla trasparenza e replicabilità della metodologia.</li> </ul> <p>Infine, come per altri parametri, l'utilizzo di un orizzonte temporale di tre anni solari esclude un significativo numero di dati più recenti e comporta un disallineamento temporale tra i valori catturati nel calcolo e quelli prevalenti nel mercato.</p>
44	8	<b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b> [...]		<p><b>Remunerazione del valore di subentro</b></p> <p>Come già evidenziato nella <a href="#">risposta</a> alla precedente consultazione, a cui si rimanda, differenziare la remunerazione dell'eventuale valore di subentro, rispetto al resto del capitale investito, applicando un tasso inferiore al WACC, presenta diversi elementi di attenzione. L'applicazione dello stesso tasso (<math>R_{TV}</math>) anche all'eventuale quota di valore di subentro correlata al CIN ante appare contraria al meccanismo di salvaguardia, che prevede la remunerazione del CIN ante al TIR.</p> <p>Sebbene la Delibera abbia ridotto il divario tra il tasso di remunerazione applicato al valore di subentro e il WACC, questo cambiamento non modifica le valutazioni sulla misura e le preoccupazioni associate.</p> <p>Inoltre, come più approfonditamente descritto nella precedente <a href="#">risposta</a>, la premessa secondo cui la disciplina vigente “<i>non prevede ad oggi alcuna remunerazione del c.d. terminal value</i>” (Relazione Illustrativa, pag. 22) pare estranea all'attuale regolazione e non</p>

				<p><b>risulta condivisibile</b> (si veda ad es. la delibera n. 71/2019, Allegato A, Misura 2.16; o Misura 4.1, lettera b, e Misura 5 della stessa delibera).</p> <p>La modifica proposta impatterebbe il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC regolatorio del settore (e ancora di più rispetto al tasso <i>blended</i>, qualora la remunerazione al tasso <math>R_{TV}</math> fosse applicata anche al CIN ante).</p>
45	1,2 e 3	<b>Procedura di aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito</b>  [...]		<p><b>Meccanismo di aggiornamento del WACC</b></p> <p>La Delibera conferma quanto prospettato con la delibera n. 75/2025. Per le osservazioni sugli elementi di attenzione derivanti da queste modifiche si rimanda quindi integralmente alla <a href="#">risposta</a> ASPI alla delibera n. 75/2025.</p>