

Prot. n° 83495/25 BC PC MC
Amministratore Delegato

Spett. Le
Autorità di Regolazione dei Trasporti
Via Nizza, 230
10126 Torino
pec: pec@pec.autorita-trasporti.it

Verona, data firma digitale

OGGETTO: Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g), del d.l. 201/2011. Delibera n. 188/2025.

Spett. Le Autorità,

con riferimento alla consultazione pubblica indetta con Delibera di codesta Spettabile ART n.188/2025, si trasmette in allegato il file in formato editabile .docx contenente osservazioni e proposte di Autostrada Brescia Verona Vicenza Padova S.p.A.

Confidando che i contributi forniti possano risultare utili ai fini del procedimento in oggetto, si porgono distinti saluti.

Bruno Chiari
Amministratore Delegato

Allegati: c.s.

Osservazioni sulla delibera 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”

Autostrada Brescia Verona Vicenza Padova S.p.A.

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
5	3-8	Entrata in vigore		<p>Data di entrata in vigore delle nuove misure</p> <p>La misura 5 della delibera n. 188/2025 presenta numerosi aspetti critici dal punto di vista tecnico ed implementativo, di seguito riportate:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <u>Le previsioni declinate ai punti 2 e 3 della misura risultano problematiche, in quanto non coerenti tra di loro e potenzialmente critiche dal punto di vista del rischio regolatorio.</u> Il punto 2, infatti, prevede che nell’ambito delle concessioni con periodo regolatorio in corso ma con PEF non ancora approvato, le misure di cui alla nuova delibera si applichino a partire dal 01 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. Fermo restando che tale ultimo termine si sostanzia, di fatto, in un’ulteriore anno di proroga dei procedimenti di approvazione dei PEF (accumulandosi a ritardi anche pluriennali già maturati), tale incoerenza temporale determina, per sua natura, l’insorgenza di aspetti retroattivi, come già rappresentato di fatto in sede di prima consultazione, non solamente legati ai profili temporali di implementazione del modello (come spiegato in seguito), ma anche con riferimento all’effetto delle misure stesse sulle

				<p>legittime aspettative di rendimento dei concessionari legate agli investimenti già realizzati, o in corso di realizzazione nell'ambito del periodo regolatorio in corso (che in caso di approvazione tempestiva del relativo PEF, sarebbe stato regolato dall'attuale sistema tariffario). Più nel dettaglio, l'implementazione delle misure declinate all'interno della 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 netto contrasto con quanto richiesto sotto il profilo della certezza del diritto di legittimo affidamento e congruità delle modifiche regolatorie, espresso anche a livello comunitario. <u>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 solamente ai nuovi periodi regolatori e, comunque, 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>.</u></p> <p>2. <u>Le ipotesi di deroga all'applicazione "immediata" del nuovo sistema tariffario, consentite ai punti 4 e 8 della misura, presentano anch'esse delle gravi criticità, in quanto oltre ad introdurre profili di discrezionalità in capo al Concedente e all'Autorità, risultano nel complesso prive di una effettiva portata applicativa.</u> In particolare</p>
--	--	--	--	---

				<p>a) relativamente alle condizioni legittimanti la Deroga prevista al punto 4 si osserva quanto segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> • con riferimento al punto 4, lett. a), si ritiene che la condizione ivi prevista presenti evidenti profili di criticità. Subordinando l'applicazione della deroga all'intervenuta trasmissione all'ART, da parte del Concedente, <i>“della documentazione necessaria per l'espressione del previsto parere per l'aggiornamento/revisione del PEF relativo al periodo regolatorio in corso”</i>, la Delibera prevede un meccanismo in forza del quale il mancato adempimento o anche solo il ritardato adempimento di tale onere da parte del Concedente determina l'inoperatività della deroga medesima, per fatto in alcun modo imputabile ai concessionari; • con riferimento al punto 4, lett. b), punto (i) si ritiene che il riferimento al puntuale adempimento da parte dei concessionari agli <i>“impegni assunti con la sottoscrizione della Convenzione di concessione e dei relativi atti aggiuntivi”</i> sia eccessivamente vago e, pertanto, suscettibile di interpretazioni difformi o comunque eccessivamente estensive, tale per cui anche un singolo, isolato e non grave inadempimento possa determinare l'esclusione della Deroga; A ciò si aggiunga l'assoluta discrezionalità riconosciuta sotto tale profilo al Concedente, tenuto a <i>“valutare”</i>, in assenza di criteri di qualsivoglia sorta, l'esatto adempimento dei concessionari; • le considerazioni di cui sopra sono replicabili anche con riferimento al punto 4, lett. b), punto (ii), che impone il rispetto da parte dei concessionari alle prescrizioni formulate dall'Autorità nell'esercizio delle proprie prerogative (senza specificare le <i>“prescrizioni”</i> a tale fine rilevanti). • Con riferimento al punto 4, lettera c) si ritiene che:
--	--	--	--	--

				<p>i. Il riferimento al tasso di inflazione programmata assunto “in prima applicazione dei citati Sistemi tariffari” sia scarsamente 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 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%.¹ Limitare gli incrementi tariffari al tasso di prima applicazione del modello non risulterebbe quindi una prospettiva valida.</p> <p>ii. Inoltre, il limite di 50 punti base rispetto al tasso di inflazione risulta anch’esso scarsamente valido e non adeguatamente giustificato da approfondimenti di carattere analitico coerenti. A tal proposito, rileva evidenziare che l’incremento di 0,5% rispetto al tasso di inflazione programmata non è di fatto 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</p>
--	--	--	--	--

¹ 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/.

				<p>delle condizioni infrastrutturali di riferimento. L'imposizione di un vincolo unico per tutte le concessionarie appare quindi scarno di fondamenti oggettivi, nonché incompleto sotto il profilo metodologico e documentale.</p> <p>b. Con riferimento al meccanismo di deroga di cui al punto 8 della misura si osserva quanto segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> • In primo luogo, anche tale ipotesi "derogatoria" attribuisce una discrezionalità assoluta in capo al Concedente e all'Autorità, prevedendo la possibilità per quest'ultima di concedere delle deroghe parziali in presenza di situazioni di conclamata evidenza e necessità (senza tuttavia specificare le situazioni potenzialmente rientranti in tale novero ovvero individuare scenari tipo), su istanza del concessionario e previo parere favorevole del concedente. Ciò, oltretutto, con l'evidente rischio di aprire a "fenomeni" di disparità di trattamento tra i concessionari; • Sotto altro profilo, 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
--	--	--	--	--

				<p>rapporto concessorio, sempre nel rispetto di orientamento ai costi e neutralità economico-finanziaria.</p> <p>3. Infine, si segnala un ulteriore aspetto di contraddizione che riguarda la lettura incrociata del punto 4 e del punto 5 della misura. Le deroghe previste al punto 4 appaiono, infatti, totalmente vanificate dal successivo punto 5, il quale richiede in ogni caso di applicare a partire dal 01 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 rende a tutti gli effetti vana la possibilità di deroga, in quanto relegata a disposizioni che ricoprono un ruolo marginale. 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, <u>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)</u>"</i>. Nonostante ciò, la mancata traslazione delle misure di cui al punto 5, sopra elencate, vanifica di fatto ogni efficacia di transitorietà del regime.</p> <p>4. Similarmente, anche il punto 8 della Misura prevede che le deroghe eventualmente concesse debbano comunque essere applicate nel rispetto di quanto previsto dalle Misure 9 e 27 in tema di vincolo di sostenibilità tariffaria per l'utenza, piena traslazione del rischio operativo in capo al concessionario, verifica dell'equilibrio economico-finanziario della concessione. In altri termini, si prevede comunque, anche in tale scenario, l'immediata applicazione dei criteri "cardine" del nuovo sistema tariffario.</p> <p>5. In estrema sintesi, si ritiene che la Delibera 188 non abbia recepito, sul punto, le osservazioni emerse nell'ambito della consultazione relativa alla Delibera 75 circa la</p>
--	--	--	--	---

				<p>mancata previsione di una adeguata disciplina transitoria volta a regolare l'entrata in vigore del nuovo sistema tariffario nelle concessioni in essere, di fatto prevedendo, anche in caso di operatività dei meccanismi di deroga di cui ai punti 5 e 8 della Misura, l'applicazione retroattiva (ossia ai periodi regolatori già in corso e agli investimenti già realizzati/realizzandi) del nuovo sistema tariffario e delle misure regolatorie ivi contenute, sotto molteplici profili peggiorative per i concessionari. Quanto sopra, in violazione dei principi recentemente affermati dalla Corte Costituzionale nella nota sentenza n. 147/2025.</p>
9, 27	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)</p> <p>[...]</p>		<p>Allocazione del rischio traffico</p> <p><u>Con riferimento al meccanismo di allocazione del rischio traffico si ritiene che la formulazione proposta nell'ambito del documento di consultazione sia perlomeno critica per le concessionarie esistenti, in quanto derogatoria delle previsioni attualmente vigenti, nonché delle attuali aspettative di allocazione del rischio previste nell'ambito dei contratti sottoscritti.</u> Come già declinato nelle risposte alla prima consultazione (delibera n.75/2025), si ritiene opportuno 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"> 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

				<p>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.</p> <p>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 non sono in grado di garantire lo stesso grado di affidabilità sul lungo periodo.</p> <p>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.²</p> <p>b. Allo stesso modo i modelli econometrici di stima della domanda difficilmente hanno la possibilità di fornire previsioni affidabili 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</p>
--	--	--	--	--

² 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 changes 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>previsioni di traffico di medio/lungo periodo fornite dalle concessionarie all'interno dei PEF non possono ritenersi accurate tanto quanto le previsioni di breve termine, implicando uno scarso grado di affidabilità delle stesse e quindi un elevato grado di rischio per le concessionarie (specialmente a fronte di variazioni del contesto macroeconomico significative). ³</p> <p>3. A fronte di quanto sopra, si ritiene che specialmente per le concessionarie in essere – le quali non hanno ulteriori leve per compensare gli effetti di una maggiore allocazione dei rischi operativi – l'allocazione del rischio traffico su 15 anni sia di fatto sproporzionata e non giustificata, neanche nella prospettiva di determinare 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</p>
--	--	--	--	--

³ 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>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 ingiustamente 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 in un sistema di incentivi non chiaro per il concessionario. Da un lato, infatti, risulterebbe 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,</p>
--	--	--	--	---

				<p>oltre che regolatorio, della concessione. Tali parametri risultano infatti discrezionali e l'autorità non ha provveduto a fornire dettagli circa la loro identificazione all'interno dell'istruttoria tecnica. In generale, si ritiene la forbice individuata dall'Autorità non sia 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 stessa. Qualora tali scostamenti fossero di rilevanza superiore rispetto alla 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.</p>
9, 27	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-bis (Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione)"</p> <p>[...]</p>		<p>Verifica dell'equilibrio economico-finanziario</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 non siano corrette. La mancanza di un approfondimento tecnico dedicato rispetto alla contabilità regolatoria, nonché rispetto alle formule di calcolo degli indicatori stessi, denotano una forte carenza istruttoria e documentale, che rendono di fatto al momento inapplicabile la misura stessa.</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"> 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 deve 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 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. 2. Per quanto riguarda il calcolo del ROIC, al fine di risultare rappresentativo, questo deve essere calcolato in considerazione dell'evoluzione del saldo delle poste figurative in ciascun anno di piano. <p>Per quanto riguarda il TIR <i>Equity</i>:</p> <ol style="list-style-type: none"> 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
--	--	--	--	--

				<p>effettivo.⁴ 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>) sono per loro natura meno conservative e, se appropriate nel contesto di una valutazione aziendale, sono necessariamente meno accurate – e quindi non applicabili – nel contesto regolatorio in cui si muove la regolazione ART, il cui obiettivo non è quello di monitorare il valore potenzialmente conseguibile, bensì quello effettivamente conseguito.⁵</p> <p>2. Inoltre, viste le modalità di calcolo del TIR Equity 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 rispetto alle specificità delle singole concessionarie che potrebbero applicare modalità di valorizzazione differenti del patrimonio. In particolare, in assenza di una guida rigorosa rispetto agli schemi di contabilità regolatoria, che l'autorità prevede di definire con separata consultazione, si evidenziano criticità rispetto a:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Modalità di rappresentazione del patrimonio netto in presenza di diverse attività svolte dalla concessionaria, non unicamente legate al contesto regolato; b. Eventuali rettifiche di valore eventualmente necessarie per garantire una coerenza fra il patrimonio netto di bilancio e il valore di mercato della concessione.
--	--	--	--	---

⁴ 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>

⁵ *Ibid*, p. 9.

				<p>Infine, la previsione per cui il calcolo degli indici deve essere effettuato sulle grandezze del PEF rilevate a consuntivo e rettificata per le partite economiche e finanziarie di effetti incentivanti/disincentivanti della metodologia del price cap, 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 equa e poco rappresentativa dei rendimenti effettivi consuntivabili.</p>
9, 27	1	<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della concessione</p> <p>Misura 32-ter (Meccanismo di recupero in relazione al rendimento ammesso sul capitale proprio)</p> <p>[...]</p>		<p>Verifica delle condizioni di equilibrio economico-finanziario</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 azionisti della concessione.⁶ 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</p>

⁶ Commissione Europea, caso di aiuto di stato SA. 49335 e SA. 49336.

				<p>progetto, e il Valore Attuale Netto (“VAN”) del progetto, che nella maggior parte dei casi produce risultati equivalenti rispetto al TIR.⁷</p> <p>Entrambe le motivazioni di cui sopra inducono a ritenere che l’equilibrio economico-finanziario della concessione non possa essere correttamente valutato sul TIR <i>Equity</i>, in quanto non rappresentativo dei ritorni effettivamente conseguibili dall’azionista, così come scarsamente in linea con la prassi europea. Ad ogni modo, il TIR Equity non può essere 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 <u>l’arbitrarietà dei margini di tolleranza</u> 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, 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>
--	--	--	--	--

⁷ 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>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 paradossale per cui, per ottenere l'equilibrio sul TIR Equity si addiverrebbe ad un disequilibrio sul TIR di progetto, e viceversa. Tale situazione ricorsiva 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	Criteri di ammissibilità degli investimenti		<p>Criteri di ammissibilità degli investimenti</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"> 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. 2. Rispetto al punto 4, che risulterebbe incrementale rispetto ai punti già riflessi nell'articolato della delibera originale, occorre chiarire:

				<p>a. Cosa si intenda per “voci di costo addizionali rispetto al quadro economico delle opere originariamente inserito nei PEF”. Non è del tutto chiaro allo stato attuale se queste voci di costo addizionale siano relative a perizie di variante, o aumenti di costo.</p> <p>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>.</p> <p>A tal proposito si rileva come la Relazione Illustrativa non fornisca ulteriori elementi interpretativi della misura, focalizzandosi questa, invece, su un aspetto già chiaro del modello ART, ossia relativo alla non ammissibilità degli oneri finanziari capitalizzati, in quanto già riflessi nel WACC. Tale aspetto è un assunto di fondo della disciplina regolatoria, già previsto nell’ambito dei modelli CIPE, e sul quale non vi è mai stato un contraddittorio tra concessionarie e concedente, né tantomeno con l’Autorità.</p>
16, 34		<p>Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili</p> <p>[...]</p>		<p>Principi di quantificazione degli investimenti in beni reversibili</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> <ol style="list-style-type: none"> 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. Ciò posto, si ritiene in ogni caso critico che tale “possibilità” di rivedere i limiti di spesa sia condizionata dall’esame del Concedente circa la veridicità dei presupposti legittimanti le modifiche progettuali ai sensi dell’art. 189 del

				<p>D.Lgs. 36/2023, di fatto attribuendo, anche sotto tale profilo, un’ampia discrezionalità valutativa al Concedente medesimo.</p> <p>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 di fatto previsto meccanismi di adeguamento tariffario, tali per cui il livello delle tariffe è sempre correlato 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 iniquo 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 superflua e non totalmente 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>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>[...]</p>	<p>Criteri di determinazione dei costi del capitale</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"> 1. La misura lascia, di fatto, un’ampia discrezionalità ad ART con impatti che non sono pienamente quantificabili, nonché determina potenzialmente forti distorsioni della contabilità regolatoria rispetto alla contabilità generale delle concessionarie. In particolare, data la mancanza ad oggi di strumenti di contabilità regolatoria definiti da parte di ART, in attesa del procedimento specifico ancora da avviare, si rileva una forte incertezza rispetto al quadro di applicazione della misura e i relativi effetti che sono in ogni caso penalizzanti, nella maggior parte dei casi, per le concessionarie in essere. 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. 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.
17, 35	1	Criteri di determinazione dei costi di capitale [...]		<p>Quantificazione del valore di subentro</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 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"> 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"> 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

				<p>dalla stessa Autorità nella prospettiva di garantire, da un lato la sostenibilità del subentro, e dall'altra l'implementazione efficace della misura.</p> <p>b. Il limite dell'1,6x EBITDA pone potenzialmente delle criticità rispetto 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 delle procedure europee, SA.49335 e SA.49336, nonché di altri procedimenti di aggiornamento dei PEF recentemente approvati.</p> <p>2. Più in generale, si ritiene che la presenza di un valore di subentro quale leva di riequilibrio dei PEF debba essere più chiaramente qualificata all'interno dell'atto di regolazione al fine di rendere certo il riconoscimento del valore di subentro stesso al termine della concessione, nonché nella prospettiva di declinare le modalità di compensazione del subentro nel caso in cui al termine della concessione non sia possibile effettuare una gara e si presenti quindi un periodo di gestione di <i>interim</i> della concessione stessa. In particolare, risulta necessario, anche alla fine della qualificazione del subentro all'interno delle metriche di valutazione del merito di credito delle concessionarie, che ci sia una "garanzia" implicita sul subentro, non tanto definendo obblighi di pagamento da parte del concedente che andrebbero ad influire negativamente sul debito dello Stato, quanto</p>
--	--	--	--	--

				<p>piuttosto tramite la definizione di una disciplina chiara di compensazione dello stesso e un'adeguata ripartizione tra concessionario e concedente dei relativi rischi connessi.</p> <p>3. Da ultimo, si osserva che tale previsione, considerata l'applicazione "retroattiva" della stessa ai sensi della Misura 5 della Delibera 188, risulta evidentemente penalizzante per i concessionari autostradali che hanno visto incrementare il valore di subentro a causa della situazione di "blocco" che ha interessato i procedimenti di aggiornamento dei PEF e, per l'effetto, degli incrementi tariffari.</p>
17, 35	1	<p>Criteri di determinazione dei costi di capitale</p> <p>[...]</p>		<p>Remunerazione delle immobilizzazioni in corso</p> <p>In merito alla remunerazione differenziata proposta per le immobilizzazioni in corso, si reitera quanto specificato nelle risposte alla prima consultazione, e quindi che non appare condivisibile prevedere diverse modalità di remunerazione del capitale per investimenti e opere in corso che scontano il medesimo rischio operativo. 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 deve di conseguenza 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	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi [...]		<p>Meccanismo premi/penalità per la qualità del servizio</p> <p>Si apprezzano alcuni aspetti migliorativi della misura rispetto a quanto declinato in sede di prima consultazione, con riferimento in particolare alla definizione di specifici indicatori. Permane tuttavia la criticità, già rilevata in sede di prima consultazione 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 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 eccessivamente sfidante se 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, se non penalizzanti, altamente sfidanti per le concessionarie appare eccessiva 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>Meccanismo di accantonamento correlato alla responsabilità del concessionario</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.</p>

				<p>L'implementazione di tale meccanismo appare eccessivamente penalizzante per i concessionari in quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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 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; • Il fondo vincolato risultante dagli accantonamenti sarebbe rivalutato all'inflazione programmata, pur riguardando opere caratteristiche e necessarie per la gestione dell'infrastruttura, il cui tasso di remunerazione è il WACC; • 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; • 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.
24, 42	1	Meccanismo di revenue sharing		<p>Meccanismo di revenue sharing e attribuzione alle poste figurative</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, in presenza di stime di traffico particolarmente conservative, il concessionario non sarebbe in grado di beneficiare di un eventuale incremento di traffico oltre la soglia del 2% stabilito arbitrariamente 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</p>

				<p>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 (significativi) 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 rettifica dei maggiori ricavi ottenuti dal concessionario risulta concettualmente 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.</p>
44	2	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p>Gearing</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	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>	<p>Costo del debito</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, sussiste un problema di trasparenza e replicabilità, in quanto 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 verificabili né <i>ex-post</i> né <i>ex-ante</i>. Tale problema di non replicabilità e di mancanza di trasparenza 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 e di trasparenza, in quanto i dati da raccogliere rimarrebbero presumibilmente non pubblicabili.</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</p>
----	---	--	--

				<p>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>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p><i>Equity Risk Premium</i></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 poca chiarezza sull'orizzonte di calcolo adottato, così come rimane l'incoerenza fra i dati utilizzati per il calcolo dell'ERP e quello del <i>risk free rate</i>.</p>
44	7	<p>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</p> <p>[...]</p>		<p><i>Beta</i></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 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,</p>

				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.
44	8	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito [...]		<p>Remunerazione del valore di subentro</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 arbitraria e manchevole di un accurato trattamento nella Relazione Illustrativa, e di conseguenza si ritiene che essa non sia 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 si porrebbe poi come una violazione del 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 “[...] la disciplina attualmente vigente [...] non prevede ad oggi alcuna remunerazione del c.d. terminal value”. Tale affermazione</p>

				<p>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>
--	--	--	--	---