

Prot. 988/2025
del 26.11.2025
USCITA AUTOCS

Spettabile
**AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI
TRASPORTI**
Via Nizza, 230
10126 TORINO

c.a. Egregio Presidente
Nicola Zaccheo

pec@pec.autorita-trasporti.it

EGI/EBA/fz

allegati: OSSERVAZIONI_ART.docx

trasmissione PEC

OGGETTO: **Delibera n. 188/2025 del 6 novembre 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.

Spettabile Autorità,

con riferimento alla Delibera ART n. 188 del 6 novembre 2025 e, in particolare, all'invito ad "acquisire, da parte dei soggetti interessati, osservazioni ed eventuali proposte sul documento di consultazione" entro il 26 novembre 2025, ci pregiamo di trasmettere in allegato apposito documento in formato editabile ("word") in forma tabellare secondo lo schema predisposto dall'Autorità nell'allegato B alla Delibera 188/2025 recante le osservazioni e proposte di Autostrada Campogalliano Sassuolo S.p.A.

Rimanendo a disposizione per ogni integrazione o chiarimento eventualmente necessario, si porgono cordiali saluti.

L'AMMINISTRATORE DELEGATO .

dott. Diego Cattoni



DELIBERA 188/2025: OSSERVAZIONI SUL 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 ”

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
26	2	Ambito di applicazione e misure transitorie [...]	Ambito di applicazione e misure transitorie [...]	<p>Con riferimento all’ambito di applicazione e alle misure transitorie, si valuta positivamente il chiarimento inserito dall’Autorità nella delibera n.188/2025, per cui è previsto un provvedimento <i>ad hoc</i> per la società Autostrada Campogalliano Sassuolo S.p.A..</p> <p>A tal proposito rileva evidenziare che la concessione Campogalliano-Sassuolo presenta specificità uniche nel panorama delle concessioni autostradali italiane, come già ricordato nella precedente consultazione, con particolare riferimento alle misure di defiscalizzazione previste dalla normativa CIPE e recepite all’interno dell’Atto Aggiuntivo alla Convenzione Unica del 2018 relativo all’autostrada Campogalliano-Sassuolo.¹</p> <p>Tali misure sono state concepite in un contesto regolatorio antecedente all’introduzione del modello tariffario dell’Autorità di Regolazione dei Trasporti e, allo stato attuale, non risultano richiamate in alcuna delibera ART applicabile ad altre concessioni autostradali né incluse tra le previsioni della delibera n.188/2025.</p>

¹ Ai sensi dell’articolo 18 della legge n.183/2011, le misure di defiscalizzazione in oggetto comprendono:

- la compensazione, parziale o totale, tramite contributo a fondo perduto, dell’IRPEF/IRES e dell’IRAP maturate in concessione;
- la compensazione dell’IVA dovuta mediante contributo a fondo perduto;
- il riconoscimento del canone di concessione e del sovraccanone sotto forma di contributo in conto esercizio.

				<p>In ragione di tale circostanza, è essenziale che l'Autorità definisca puntualmente le modalità di integrazione di tali misure all'interno del modello tariffario ART applicabile alla concessione Campogalliano-Sassuolo.</p> <p>Pur non essendo, quindi, direttamente applicabile alla concessione Campogalliano-Sassuolo si ritiene utile procedere a fornire i propri commenti sugli aspetti ritenuti più critici della delibera n. 188/2025, già sollevati in sede di prima consultazione. Tali commenti vengono effettuati in un'ottica costruttiva, di confronto, in vista della definizione puntuale del modello tariffario applicabile all'infrastruttura.</p>
27	1	Rischio traffico [...]	Rischio traffico [...]	<p>Come già indicato in sede di prima consultazione, non si condivide l'allocazione del rischio traffico su un periodo temporale di 15 anni, con la possibilità di aggiornare le previsioni al termine del periodo, in un <i>range</i> massimo di +/-15% rispetto ai volumi stimati inizialmente. Tali misure risultano particolarmente stringenti, soprattutto nel contesto di infrastrutture <i>greenfield</i>, dove l'incertezza rispetto allo sviluppo futuro del traffico è più elevata. Inoltre, si rileva – come già espresso in sede di prima consultazione – una discontinuità tra:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. L'imposizione del rischio traffico su un periodo elevato di 15 anni; 2. L'implementazione di un meccanismo di <i>revenue sharing</i> che limita fortemente la possibilità per il concessionario di compensare eventuali variazioni negative di traffico in un periodo con variazioni positive nel periodo successivo. <p>Il combinato disposto delle misure determina un disincentivo per le concessionarie private ad investire nel settore, al fine di minimizzare i rischi di consuntivare perdite nel corso degli affidamenti, a scapito della sicurezza e qualità del servizio per gli utenti.</p> <p>A tal proposito rileva evidenziare che l'Autorità ha inoltre previsto che, fatto salvo quanto stabilito dall'art. 192 del Codice, il concessionario non può richiedere la revisione del PEF nel caso in cui i volumi di traffico effettivi risultino inferiori</p>

				<p>rispetto alle previsioni. Tale misura, se da un lato risulta ragionevole nel contesto di un sistema tariffario che prevede periodi di allocazione del rischio traffico limitati, è più penalizzante nel caso di allocazione del rischio traffico per periodi più estesi, come quello oggetto della misura, in quanto costringerebbe il concessionario – nel caso di previsioni completamente disattese – a sopportare perdite economiche potenzialmente anche rilevanti, a scapito dell'equilibrio e sostenibilità della concessione stessa.</p> <p>Si sottolinea inoltre che il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione non costituisce esclusivamente un interesse del concessionario, ma rappresenta una condizione abilitante per l'effettiva attuazione dell'opera, per il rispetto degli <i>standard</i> di servizio e per la sostenibilità a lungo termine del rapporto concesionario, nell'interesse degli utenti e della collettività.</p>
27	1	Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'Equity [...]	Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'Equity [...]	<p>La delibera n.188/2025 non ha modificato l'assetto degli indicatori di equilibrio economico-finanziario introdotti da ART con la delibera n.75/2025. A tal proposito si confermano gli aspetti critici già evidenziati in sede di prima consultazione, in particolare con riferimento al calcolo del tasso di rendimento interno (“TIR”) <i>Equity</i>, confrontato con il costo dell’<i>Equity</i> (“Re”) riflesso nel WACC. Più nel dettaglio si evidenzia che:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La metodologia di calcolo del TIR <i>Equity</i> declinata da ART non è coerente con l’obiettivo di carattere regolatorio di effettuare un monitoraggio rispetto ai livelli di redditività effettivamente consuntivabili dagli azionisti. In particolare, il metodo di calcolo proposto da ART, incentrato sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti, determina una plausibile sovrastima dei rendimenti, non tenendo conto dei vincoli di natura finanziaria e regolatoria che limitano la distribuzione dei dividendi. - Il TIR <i>Equity</i> risente in modo significativo della struttura finanziaria e delle condizioni di indebitamento della società; l’uguaglianza tra TIR <i>Equity</i> e <i>Re</i> del WACC è verificabile solo ove la leva finanziaria e il costo del debito effettivo coincidono con i valori assunti nel WACC regolatorio.

				<ul style="list-style-type: none"> - La misura proposta si discosta dai modelli storicamente adottati nei settori regolati e presenta profili di incoerenza con altre misure proposte dall'Autorità, in quanto le diverse modalità di capitalizzazione delle Poste Figurative e di remunerazione del Valore di Subentro non consentono l'allineamento tra TIR e WACC. - Il meccanismo di riequilibrio risulta, intrinsecamente asimmetrico, prevedendo accantonamenti immediati e vincolati in caso di sovrarendimento, ma non contempla automatismi compensativi in caso di sotto-rendimento, introducendo rigidità nella struttura finanziaria e limitando la libertà di distribuzione degli utili. <p>L'impianto regolatorio delineato si discosta dai principi tipici della regolazione incentivante di tipo <i>price-cap</i>, riducendo la capacità del sistema di premiare l'efficienza e rischiando di compromettere l'attrattivitÀ del settore, con effetti negativi sulla sostenibilitÀ e sulla sicurezza delle infrastrutture, a discapito dell'utenza finale.</p>
35	1	Criteri di determinazione dei costi di capitale Valore di subentro [...]	Criteri di determinazione dei costi di capitale Valore di subentro [...]	<p>Si nota che la delibera n. 188/2025 non ha apportato modifiche rispetto alla delibera n. 75/2025, con riferimento ai punti sollevati dalla scrivente che si intendono quindi qui integralmente richiamati.</p> <p>Con riferimento in particolare alla misura si evidenziano profili critici con riferimento al limite di determinazione del valore di subentro, pari a 1,6x EBITDA potrebbe risultare, a seconda dei casi, un limite particolarmente stringente per cui sarebbe auspicabile che l'Autorità definisse eventuali sistemi di deroga.</p>
35	1	Criteri di determinazione dei costi di capitale Costi di remunerazione del capitale		Pur apprezzando la riduzione del fattore di riduzione del WACC ai fini della remunerazione del valore di subentro, così come l'applicazione della remunerazione al WACC per le immobilizzazioni in corso di I livello, si rileva che

				l'impostazione dell'autorità non ha subito sostanziali modifiche rispetto alla delibera 75/2025. Di conseguenza, si rimanda al documento di prima consultazione per quanto riguarda la critica della remunerazione del valore di subentro.
40	1	<p>Adeguamento tariffario in funzione della realizzazione degli investimenti</p> <p>Meccanismo di accantonamento correlato alla responsabilità del concessionario</p>		<p>La Misura in consultazione introduce un nuovo meccanismo di accantonamento per gli investimenti non realizzati imputabili al concessionario, a fronte della rimozione della corrispondente penalità tariffaria prescritta dalla delibera 75/2025.</p> <p>Tuttavia, tale impostazione si ritiene non condivisibile in quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> - impone l'accantonamento integrale della quota di investimento non eseguita, riducendo in modo sproporzionato la redditività della concessione e producendo una doppia penalizzazione, non essendo collegata ad alcun incremento tariffario; - prevede che il fondo vincolato sia rivalutato solo all'inflazione, pur riferendosi a opere che dovrebbero essere remunerate al tasso del WACC; - non chiarisce se e in quali casi il fondo possa essere liberato in seguito alla revisione del Programma degli investimenti, con il rischio che resti vincolato fino a fine concessione, determinando una perdita effettiva di redditività. <p>Inoltre, permangono perplessità sull'approccio attuale dell'autorità che inverte l'onere della prova, attribuendo al concessionario l'obbligo di dimostrare l'assenza di colpa o responsabilità nel mancato rispetto delle tempistiche di realizzazione degli investimenti. A tal proposito, si rimarca che:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tale previsione comporta un aggravio procedurale rilevante e potenzialmente sproporzionato, specialmente in contesti complessi o soggetti a interferenze esterne (ad es. ritardi autorizzativi o cause di forza maggiore); • si crea un rischio di distorsione sul piano della certezza e prevedibilità regolatoria, che potrebbe indebolire gli incentivi all'investimento e

				compromettere la corretta allocazione del rischio.
41	1	Poste Figurative		Si prende atto che l'autorità ha mantenuto nella delibera 188/2025 il medesimo schema di calcolo delle poste figurative esposto nella delibera 75/2025, al netto dell'eliminazione delle due componenti relative al saldo esistente di poste figurative che in ogni caso non si sarebbe applicato all'autostrada Campogalliano-Sassuolo. Pur apprezzando l'applicazione del costo del debito ammesso (Rd) in luogo dell'inflazione programmata, si continua a ritenere non condivisibile la proposta di differenziare le poste figurative in una pluralità di sub-componenti, ciascuna soggetta a un proprio tasso di attualizzazione. A tal proposito, si rimanda alle argomentazioni di critica esposte in sede di prima consultazione. Allo stesso modo, si rimanda alla stessa consultazione per quanto riguarda la proposta regolatoria, che rimane quella del mantenimento del regime vigente.
44	2	Gearing		Si apprezza la fissazione di un parametro di <i>gearing</i> univoco per tutte le fattispecie, come proposto in sede di prima consultazione.
44	3	Costo del debito		Si nota che l'autorità ha mantenuto l'impostazione della delibera 75/2025 per quanto riguarda il costo del debito. Si rimanda quindi alle risposte della scrivente alla prima consultazione per la trattazione del costo del debito e le modifiche suggerite.
44	5	Risk free rate		Si nota che l'autorità ha mantenuto l'impostazione della delibera 75/2025 per quanto riguarda la stima del risk free rate. Si rimanda quindi alle risposte della scrivente alla prima consultazione.
44	7	Beta		Si ritiene apprezzabile l'espansione dell'insieme dei <i>comparables</i> per il calcolo del parametro beta, come suggerito in fase di prima consultazione. Si ritiene in ogni caso, come già esposto, che il <i>sample</i> dei <i>comparables</i> debba essere espanso per includere anche operatori del settore aeroportuale in quanto soggetti a rischio volume e a piani di investimento di rilevante entità. Si rimarcano inoltre le perplessità per il mantenimento di Snam e Terna all'interno del gruppo di riferimento.

				Tuttavia, si rimarcano le criticità legate all'intervallo temporale dei dati utilizzati per la stima del parametro beta, alla formula utilizzata e al processo di <i>unlevering</i> , come già esposto in sede di prima consultazione.
--	--	--	--	--