



Spett.le
Autorità di Regolazione dei Trasporti
 Via Nizza, 230
 10126 - Torino

Via pec: pec@pec.autorita-trasporti.it

Oggetto: Sistema tariffario di pedaggio relativo alle concessioni autostradali di cui all'articolo 37, comma 2, lettera g), del d.l. 201/2011 – Milano Serravalle-Milano Tangenziali S.p.A.

Con la presente, si trasmettono, in formato editabile, le osservazioni/proposte di modifica relative al documento di consultazione in oggetto, Allegato sub "A" alla Delibera dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti n. 188/2025 del 6 novembre 2025.

Distinti saluti.

*L'Amministratore Delegato
 Arch. Ivo Roberto Cassetta*

Milano Serravalle - Milano Tangenziali S.p.A. il socio unico
 Società soggetta a direzione e coordinamento di FNM S.p.A.

P.IVA - C.F. e Reg. Impr. di Milano 00772070157
 Cap. Soc. € 93.600.000 i.v.

Via del Bosco 88/A
 20057 Aszago (MI)
 +39 02 575941

serravalle@pec.serravalle.it
www.serravalle.it



Osservazioni alla Delibera ART 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”

Richiedente: Milano Serravalle-Milano Tangenziali 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	2), 5), 7)	Entrata in vigore	<p>2. Per le concessioni con periodo regolatorio in corso alla data di approvazione del presente provvedimento, ma con PEF non ancora definitivamente approvato ed efficace, le misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3 si applicano a partire dal primo anno del periodo regolatorio 1° gennaio 2027, fatta eccezione per i casi specificati al successivo punto 4.</p> <p>5. Si applicano in ogni caso a partire dal 1° gennaio 2027, per tutte le concessioni, le seguenti disposizioni regolatorie:</p> <p>7. Per i concessionari per i quali la scadenza della concessione interviene prima del 1° gennaio 2031 ovvero sia in corso un periodo regolatorio inferiore al quinquennio le misure del presente provvedimento non troveranno in ogni caso applicazione.</p>	<p>La previsione riportata al punto relativo all’applicazione della Delibera 188/2025, corrispondente al 1° gennaio 2026, non risulta coerente con il periodo temporale indicato nella stessa Delibera relativo all’adeguamento dei PEF, ovvero il 31 dicembre 2026 (Misura 5.3). Al fine di evitare effetti “retroattivi” la Delibera dovrebbe applicarsi a decorrere dal 1° gennaio 2027, anche al fine di consentire gli adeguamenti dei PEF al nuovo modello nonché la loro approvazione, senza cumulo di ulteriori ritardi con le conseguenze note che ne derivano.</p> <p>Premesso che la Delibera 188/2025, al 26 novembre 2025, ancora in consultazione ragionevolmente non dovrebbe avere applicazione prima del 1° gennaio 2027, le concessionarie con periodo regolatorio in corso inferiore ad un quinquennio e con PEF che avrebbero dovuto essere approvati, secondo le norme in vigore entro il 31 dicembre 2024, dovrebbero essere escluse dal campo di applicazione della Delibera. Le concessionarie che ricadono in detta fattispecie si troverebbero ad applicare un sistema tariffario per 2/3 anni, che rendono non attendibili le informazioni che ne conseguono, prima di tutto quella della verifica a consuntivo delle condizioni di equilibrio economico finanziario che dovrebbe essere misurato secondo parametri derivanti da una contabilità regolatoria non ancora messa a punto. Vale la pena per le</p>

				<p>concessionarie che presentano una durata residua della concessione breve prevedere la loro esclusione dall'applicazione della delibera e attivarsi per le attività relativa all'individuazione del subentrante al fine di evitare lunghi periodi di c.d. proroghe tecniche.</p> <p>CHIARIMENTO e CONFERMA: Fermo quanto sopra, si chiede conferma che, stante comunque l'attuale tenore letterario della Delibera, per una concessionaria come Milano Serravalle (che ha scadenza della concessione al 31 ottobre 2028), in virtù del combinato disposto della Misura 5.5 e 5.7, la Delibera 188/2025 si applica limitatamente alle Misure: nn. 27; 37; 39; 29; 41; 40 e Titolo 4. Pertanto, le altre Misure non saranno considerate applicabili.</p>
27		Verifica delle condizioni di equilibrio economico finanziario della concessione	Si propone di ripristinare da parte dell'Autorità il controllo dell'equilibrio del PEF limitatamente agli indici DSCR e LLCR.	Fermo restando l'ambito del monitoraggio a decorrere dal 1° gennaio 2027, l'estensione delle attività dell'Autorità anche ai PEF e non solo al PFR risulta non coerente con la <i>mission</i> . La ratio di estendere i poteri dell'Autorità alle concessionarie era riferita all'aspetto del sistema tariffario di pedaggio. Ne discende che una volta identificato questo attraverso l'applicazione del disposto dell'Autorità, ovvero attraverso lo sviluppo del Piano Finanziario Regolatorio, si ritiene eccessivo prevedere ulteriori limitazioni ai fini della remunerazione del concessionario, il quale si deve assumere peraltro tutti i rischi operativi della gestione e della costruzione.
27		Verifica delle condizioni di equilibrio economico finanziario della concessione	Si propone di meglio specificare cosa si intende per "sostenibilità finanziaria da riferirsi esclusivamente alle attività	Se il concetto di "attività autostradali" viene collegato alla contabilità regolatoria, la misura non risulta quindi applicabile fin tanto che le concessionarie non hanno a disposizione un modello tecnico dedicato: quando l'Autorità fornirà tutti gli approfondimenti e strumenti adeguati relativi

			<i>autostradali</i> " ai fini del calcolo del TIR e in particolare del TIR Equity.	alla separazione contabile (il bilancio è uno) nonché gli strumenti di contabilità regolatoria, di pianificazione economica finanziaria e di monitoraggio delle concessioni, sarà possibile applicare la Misura. Pertanto, al momento la stessa non risulta applicabile.
27		Verifica delle condizioni di equilibrio economico finanziario della concessione		Si ritiene che sia molto difficile trovare un'uguaglianza fra TIR Equity e KE post Tax. In particolare, se il calcolo dovesse essere fatto solo sulle attività autostradali anche il patrimonio netto impiegato nelle attività autostradali andrebbe ricalcolato ovvero ricostruito, cosa di non facile determinazione. Si ribadisce quanto citato prima, la verifica da parte dell'Autorità sul PEF dovrebbe limitarsi agli indici DSCR e LLCR.
27		Verifica delle condizioni di equilibrio economico finanziario della concessione	TIR Equity	Fermo restando quanto detto al punto precedente in relazione alla verifica da parte dell'Autorità delle condizioni di equilibrio, il parametro non risulta adeguatamente rappresentativo per concessionarie che hanno durata residua della concessione inferiore ad un quinquennio regolatorio. Le risultanze sarebbero non attendibili, in quanto verso la fine della concessione le concessionarie potrebbero avere importanti investimenti con flussi di cassa negativi e quindi una remunerazione molto bassa, viceversa anche con l'inserimento del flusso di cassa del valore di subentro, la remunerazione potrebbe assumere un valore distorto. Tale parametro risulta adeguato esclusivamente per concessionarie che hanno un periodo residuo sufficientemente lungo ovvero nuove concessioni. Peraltro, il TIR Equity basato sui flussi di cassa disponibili anziché sui dividendi è rappresentativo solo del rendimento potenziale dell'azionista, nei modelli di valutazione il DDM viene utilizzato quale valore effettivamente consuntivabile. Peraltro, come si diceva sopra il TIR Equity si basa sul valore del patrimonio netto, che in assenza

				di schemi di contabilità regolatoria risulta di differente valorizzazione da concessionaria a concessionaria.
27	1 e)	Tariffa unitaria media e modulazione tariffaria	Si propone di eliminare il punto 1) lett. e, che tratta il recupero degli arrotondamenti.	Si ritiene che il punto sia in contraddizione con il concetto di Tariffa unitaria media, che viene calcolata all'inizio di ogni periodo regolatorio, come ricavi da pedaggio rapportati ai volumi di traffico. È evidente che, se si assume questa formulazione, l'effetto arrotondamenti (positivi o negativi) sono già ricompresi nel calcolo della tariffa media di partenza. Alternativamente si dovrebbe utilizzare la tariffa unitaria chilometrica teorica, alla quale chiaramente non dovranno essere neppure applicati gli effetti derivanti dagli sconti.
39		Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi	Necessità di allineare le delibere evitando sovrapposizioni.	In termini generali le osservazioni riguardano una modulazione dei pesi dei vari indicatori non coerenti rispetto all'importanza degli stessi. Inoltre, per alcuni indicatori non è chiaro come questi siano allineati e debbano essere trattati rispetto alle previsioni di cui alla delibera ART n.132/24 ed alla delibera ART n. 49/25 e 160/25 in fase di consultazione.
39	5) a.	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi	La velocità media effettiva del flusso veicolare non è al momento un elemento gestibile dalla concessionaria, in quanto non esistono, al momento, sistemi capillari di rilevazione in itinere sulle tratte elementari che ne consentano il calcolo.	Come rilevato anche per la Delibera ART n. 132/2024, nei sistemi aperti delle tangenziali è difficile determinare le velocità medie per tratta elementare in assenza di sistemi di rilevazione che determinino la matrice Origine-Destinazione sia del conteggio che dei tempi di percorrenza. Per fare questo sono necessari investimenti infrastrutturali notevoli (e.g. telecamere ANPR).
39	5) e.	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla	Il tempo medio, espresso in secondi, che intercorre tra la registrazione di un evento presso il centro di controllo e il successivo	In caso di eventi come quelli descritti in questo indicatore, nel software di gestione della viabilità in uso presso la scrivente concessionaria (Sincro), l'operatore inserisce manualmente l'evento. Il tempo trascorso fra evento ed

		valutazione della qualità dei servizi	inoltro al PMV, non è un elemento disponibile e, in ogni caso, significativo.	inserimento nel database non è calcolabile. A seguito dell'inserimento nel database, la comunicazione dell'evento avviene attraverso i PMV, i sistemi Rutex e tramite app e sito. Non per ogni tratta elementare sono presenti PMV. Se dovessimo dotare ogni tratta elementare di PMV sarebbe necessario un rilevante investimento che richiederebbe comunque adeguati tempi di implementazione e risorse economiche. Il sistema di gestione della viabilità prevede la traccia dei PMV da interessare in caso degli eventi, ma è l'operatore che valida tale traccia attivando i PMV. In definitiva, al momento, non esiste né un sistema per determinare il tempo trascorso fra evento e inserimento nell'ambito del sistema di gestione della viabilità, né fra quest'ultimo e l'attivazione dei PMV. Riteniamo quindi non attuabile tale indicatore.
39	5) f.	Meccanismi di penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi	Riteniamo che attribuire il peso del 25% all'indicatore sulla <i>customer satisfaction</i> sia eccessivo, alla luce dell'estrema discrezionalità della valutazione che da questa potrebbe discendere e del fatto che la stessa possa basarsi più su valutazioni emozionali che effettive.	In base all'esperienza sulla <i>customer relation</i> sviluppata dalla concessionaria e sulla <i>customer satisfaction</i> che annualmente viene commissionata, emergono alcuni elementi: 1) gli utenti non sempre hanno chiara conoscenza su chi sia la concessionaria del tratto autostradale che percorrono o su cui hanno rimostranze, 2) l'utente si rivolge alla concessionaria prevalentemente per esprimere lamentele, 3) mediamente chi partecipa volontariamente alla <i>customer satisfaction</i> è un utente che vuole esplicitare una protesta/rimostranza e non un utente che apprezza le attività svolte dalla concessionaria. Ciò posto, l'attribuzione di 25 punti su 100 a tale indicatore sembra eccessivo e lasciato alla pura discrezionalità di un campione di utenti che rischia di non essere significativo, ma sbilanciato verso una visione negativa delle attività svolte e della gestione.

40	25.1)	Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti	Si propone di eliminare l'inciso riportato al punto 2	<p>L'inciso riporta che l'istruttoria deve avvenire “ <i>avvalendosi degli strumenti di contabilità regolatoria, di pianificazione economico finanziaria e di monitoraggio adottati dall'Autorità</i> ”. La misura sarà applicabile quando la contabilità regolatoria, come richiesta dall'Autorità, sarà a regime; pertanto, fino ad allora, la previsione risulterebbe non applicabile.</p>
40	25.2)	Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti	Si propone di meglio chiarire il punto 3.	<p>Fermo restando che dovrebbe essere remoto, fatto salvo per cause di forza maggiore (pandemia, guerre), che il ritardo nella realizzazione del programma degli investimenti sia imputabile al concessionario. Non risulta ben chiaro come avviene lo svincolo di tale fondo a fronte della realizzazione/recupero degli investimenti non realizzati rispetto al programma. In particolare, il fondo accoglie oltre all'importo nominale del “delta” investimenti anche la rivalutazione, pertanto il rilascio del fondo a fronte della realizzazione avviene al nominale e la rivalutazione come viene trattata? In quanto per la componente rilasciata non ha più motivo di essere presente.</p> <p>Inoltre, analoga osservazione vale qualora sia venuto meno l'interesse per un determinato investimento.</p> <p>Si tenga comunque conto che la previsione risulta sbilanciata in quanto nei conti economici delle concessionarie si avrebbero due penalizzazioni: una legata al mancato adeguamento tariffario correlato alla minore attuazione degli investimenti e l'altra relativa all'accantonamento. Facendo venire meno i contenuti dei principi contabili relativi ai bilanci, in particolare quello della correlazione fra i costi e i ricavi, nonché tematiche dal punto di vista fiscale relative alla imputazione di potenziali imposte anticipate.</p>

41	3)	Poste Figurative	<p>Si propone che le poste figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale riferibili al CIN Ante e CIN Post vengano attualizzate utilizzando il WACC.</p>	<p>Pur apprezzando la sostituzione del tasso di inflazione programmata con il costo del debito per la remunerazione delle poste figurative, tuttavia si segnala che la regolamentazione precedente prevedeva, al fine di garantire una certa neutralità economico finanziaria una remunerazione che salvaguardava i diritti acquisti precedentemente dell'entrata in vigore della nuova regolamentazione (2019) inserendo un tasso calcolato come media ponderata tra il Wacc ed il TIR.</p> <p>Si propone quindi, ai fini dell'attualizzazione delle poste figurative, che venga almeno utilizzato il parametro relativo al Wacc</p>
41	26.2.5)	Poste Figurative	<p>Si propone al paragrafo 5 di sostituire PEF con la dizione PFR.</p>	<p>Si segnala che il meccanismo delle poste figurative emerge solamente dallo sviluppo del PFR (e non del PEF).</p>
Titolo 4 44	2)	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito	<p>Si propone di inserire il livello del <i>gearing</i> specifico per singola concessionaria.</p>	<p>L'adozione di un <i>gearing</i> prefissato è penalizzante per le concessionarie sia per quelle che hanno una leva elevata sia per quelle che non presentano indebitamento. Il <i>gearing</i> peraltro influenza anche il calcolo dell'asset beta nella procedura di individuazione del costo ammesso del capitale di rischio. L'adozione del <i>gearing</i> specifico per singola concessionaria per l'Autorità dovrebbe essere possibile in quanto, utilizzando valori relativi a tre anni solari precedenti, le informazioni risultano disponibili e desumibili dai bilanci.</p>
44	7)	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito	<p>Si propone di espungere dai <i>comparables</i> FNM.</p>	<p>Pur apprezzando l'allargamento del campione, tuttavia si evidenzia che sarebbe opportuno eliminare dall'elenco FNM in quanto non risulta omogenea con gli altri <i>comparables</i> poiché i titoli azionari sono quotati in un mercato differente, ovvero a bassa capitalizzazione, pertanto l'inserimento potrebbe restituire risultati distorti. Sarebbe quindi opportuno sostituire il campione</p>

				FNM con uno afferente al settore aeroportuale che sarebbe anche coerente e rappresentativo del profilo di rischio delle autostrade, essendo i gestori aeroportuali entità già regolate dall'Autorità.
44	8)	Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito	Si propone di eliminare il fattore correttivo del 10% da applicare al WACC da utilizzare ai fini del calcolo del tasso di remunerazione applicabile al valore di subentro.	Pur prendendo atto del ridimensionamento del fattore correttivo da applicare al valore di subentro, si ritiene che la decurtazione non debba essere applicata in quanto gli investimenti oggetto di subentro sono investimenti eseguiti dal concessionario, il cui costo non è oggetto di tariffa, e quindi il concessionario acquisisce le risorse per dar seguito agli investimenti fra fonti proprie e fonti di terzi; pertanto, risulta ragionevole che le suddette fonti siano remunerabili con il WACC (considerando che gli investimenti oggetto a subentro dovrebbero essere costituiti da investimento POST). Non si comprende che tipo di giustificazione possa esserci per questa decurtazione; ai fini di un subentro gli investimenti devono essere eseguiti con un mix di fonti di finanziamento che devono essere garantite al/dal concessionario e quindi non possono presentare forme di remunerazione sbilanciate.