

Châtillon, 26 novembre 2025  
2711/DAG FC/mg

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

ART  
Autorità di Regolazione dei Trasporti  
via Nizza, 230  
10126 Torino.

Oggetto: **Società Autostrade Valdostane SAV S.p.A.**

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 - Osservazioni

La scrivente Società concessionaria, nel prendere parte alla consultazione pubblica di cui sopra procede a fornire, secondo lo schema tabellare richiesto, le proprie osservazioni in merito alla proposta di riforma del sistema tariffario di pedaggio indicato nella Delibera 188 che derivano dall'analisi svolta con il contributo di una fra le maggiori società internazionali di consulenza in materia regolatoria, nonché di primari istituti finanziari che, già in sede di prima consultazione (cui la scrivente ha partecipato con nota del 16 luglio 2025), avevano condiviso le criticità derivanti dalla potenziale introduzione delle modifiche regolatorie previste dalla Delibera ART n. 75/2025.

Si premette, altresì, che buona parte delle considerazioni formulate per la Delibera 188 sono *pari passu* applicabili anche allo schema di riforma proposto dalla Delibera 187.

Si rileva, inoltre, che il testo in consultazione interviene solo in parziale accoglimento delle istanze formulate su alcune delle criticità evidenziate relativamente alla Delibera ART n. 75/2025, continuando quindi a sussistere talune significative tematiche che, ad avviso della Scrivente, incidono ingiustificatamente e retroattivamente, sul rapporto concessorio. In una prospettiva di collaborazione e dialogo con codesta spettabile Autorità, portiamo quindi alla Vostra attenzione i punti della consultazione che inciderebbero in modo significativamente negativo sulla struttura del rapporto concessorio, comprimendo peraltro i diritti già maturati.

La nuova proposta di regolazione di cui alla Delibera 188 si inserisce in un contesto storico peculiare (che dura dal 2019) caratterizzato dalla mancata approvazione dei Piani Economico Finanziari (PEF) ed al conseguente mancato riconoscimento dei dovuti incrementi tariffari. Questi comportamenti sono stati recentemente censurati dalla Corte Costituzionale che ne ha dichiarato l'illegittimità.

Tale contesto è stato altresì caratterizzato da un'enorme mole di investimenti sviluppati a seguito delle varie normative sopravvenute, nonché da fatti straordinari occorsi (Covid, scoppio della guerra in Ucraina) che hanno inciso sostanzialmente sui prezzi delle materie prime e sull'equilibrio delle concessioni.

**Società Autostrade Valdostane S.p.A.**

Direzione e Coordinamento: ASTM S.p.A.

Sede Sociale e Direzione: strada Barat, 13 - 11024 Châtillon (AO) - Italia

tel. (+39) 0166.560411 - fax (+39) 0166.563914 - email: [sav@a5sav.it](mailto:sav@a5sav.it) - PEC: [sav.direzione@postecert.it](mailto:sav.direzione@postecert.it)

Cap. Soc. € 24.000.000,00 int. vers. - Iscr. Reg. Imp. AO 00040490070 - R.E.A. n. 29833 - C.F./P.I. n. 00040490070

Nonostante tali criticità, la Scrivente ha sempre puntualmente eseguito gli investimenti previsti dalle convenzioni e dalla normativa sopravvenuta onde garantire la sicurezza dell'infrastruttura e degli utenti, ma tale circostanza - considerata l'assenza dei riconoscimenti tariffari - ha comportato un anomalo indebitamento della Società ed ha concorso a determinare un innalzamento drastico delle poste figurative e dei valori di subentro, proprio oggi oggetto della proposta di riforma avanzata da ART.

Proprio in ragione di quanto sopra, a parere della scrivente, la Delibera 188/2025, oltre ad essere penalizzante, presenta ancora taluni profili di criticità, in quanto il sistema tariffario ipotizzato non prende in considerazione, a parere della scrivente, i precetti ed i principi fondamentali stabiliti dal diritto dell'Unione Europea e, segnatamente, dalle norme del Mercato Interno poste a tutela della libera circolazione dei capitali e della libertà di stabilimento, nonché i precetti generali dell'Ordinamento UE (in particolare, il principio di certezza del diritto ed il suo corollario *pacta sunt servanda*) ed i diritti fondamentali di proprietà e libertà di impresa riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'UE oltre che gli orientamenti recentemente espressi dalla Corte Costituzionale.

In tale ultima sede è stato ribadito che la possibilità di modifica unilaterale del rapporto concessorio in corso deve necessariamente muoversi entro determinati confini di ragionevolezza e proporzionalità nel rispetto dei diritti dei concessionari e, in particolare, del legittimo affidamento degli investitori.

Sebbene tale quadro regolatorio preveda taluni meccanismi di deroga, che dovrebbero consentire il differimento dell'applicazione del nuovo sistema al successivo periodo regolatorio, tali meccanismi risultano, così come attualmente formulati, di fatto inapplicabili, in ragione delle numerose condizioni individuate dalla delibera (tra loro cumulative), tra le quali il limite agli incrementi tariffari che purtroppo appare poco coerente con l'ammontare degli investimenti realizzati e la mancanza del puntuale aggiornamento delle tariffe contrattualmente previsto.

A ciò si aggiunga che il paragrafo 5 della Misura 5 impone in ogni caso - e cioè anche laddove operi la deroga di cui al paragrafo 4 - l'anticipata adozione del previsto meccanismo delle poste figurative, senza che sia applicato il principio di salvaguardia, agli investimenti già effettuati o in corso, svuotando, di fatto, l'effettiva portata applicativa di tale disciplina di deroga.

In sintesi, la Delibera 188 così come attualmente formulata, contrariamente a quanto avvenuto nel 2019, quando, in occasione di un significativo cambio di regole non dissimili da quanto in consultazione, ART introdusse il concetto di salvaguardia, non appare idonea a preservare il rendimento degli investimenti già effettuati e degli impegni già assunti e programmati sulla base della regolamentazione previgente.

Il tutto senza considerare che i differimenti legislativi dei termini di adeguamento dei PEF hanno prodotto una lesione dell'autonomia e dell'equilibrio contrattuale dei concessionari di cui pare non se ne sia tenuto conto.

Da ultimo, si evidenzia che i principi recati dalla Delibera 188 contrastano anche con la posizione processuale tenuta dalla stessa Presidenza del Consiglio dei Ministri nel suindicato procedimento dinanzi alla Corte Costituzionale, la quale ha riconosciuto (al pari, poi, della Consulta) l'essenzialità del meccanismo delle poste figurative, istituito dall'ART con le delibere del 2019, al fine di assicurare il mantenimento dell'equilibrio sinallagmatico del rapporto concessorio durante l'intera durata della concessione laddove si verificano rimodulazioni temporali degli adeguamenti tariffari.

Di seguito si anticipano, infine, i principali aspetti tecnici meglio sviluppati nell'allegato documento di analisi tecnica, redatto in conformità agli schemi forniti, dove vengono descritte in maniera analitica tutte le criticità individuate nella proposta in consultazione e sono altresì indicate le modifiche ritenute necessarie in un'ottica di costruttiva dialettica con l'Authority di riferimento.

### **Poste Figurative**

Il sistema tariffario di pedaggio posto in consultazione reitera la distinzione tra: (i) poste figurative correlate ai costi di rimborso del capitale, per le quali la verifica della neutralità finanziaria è effettuata applicando per la relativa attualizzazione il “TIR Ante” o il “WACC”, a seconda se riconducibili ai c.d. “CIN Ante” o “CIN Post”; e (ii) poste figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale, per le quali la verifica della neutralità finanziaria dovrebbe essere effettuata applicando il costo ammesso sul capitale dei debiti.

Ad avviso della Scrivente tale distinzione non considera le modalità unitarie con cui vengono calcolate le poste figurative, per le quali è attualmente previsto l'utilizzo di un tasso scaturente dalla media dei tassi di remunerazione pre-tax di cui alla Misura 17 e alla Misura 18, ponderata sulla base dei volumi del CIN Ante e del CIN Post (Delibera ART 62/2024 con la Verifica di Impatto della Regolazione, sezione D.2.1, pagina 62).

A tale riguardo si fa presente che la capitalizzazione delle poste figurative, prevista con modalità unitarie al tasso di remunerazione del capitale investito, era già stata esplicitata dal CIPE con la Delibera 39/2007, ed è stata anche ribadita da ANAC nelle Linee Guida n. 9/2018, che hanno recepito le osservazioni in tal senso della Ragioneria Generale dello Stato, del Dipartimento del Tesoro, del Consiglio di Stato, di ARERA, di AGCom e della stessa ART. La capitalizzazione al tasso di remunerazione del capitale investito è inoltre prevista dalla stessa ART, oltre che per le autostrade (Delibera 119/2017 e Delibere da 64/2019 a 79/2019, Delibera 29/2020), anche per gli aeroporti (Delibera 64/2014, Delibera 92/2017, Delibera 38/2023) e per il Trasporto Pubblico Locale (Delibera 175/2024).

Si ritiene pertanto necessario prevedere – in coerenza con quanto già adottato dalla stessa ART al momento dell'introduzione del proprio Sistema Tariffario nel 2019 – quantomeno una specifica misura di salvaguardia, finalizzata ad assicurare ai concessionari il recupero delle Poste Figurative già consuntivate nel rispetto del livello di redditività scaturente dall'applicazione del Sistema Tariffario previgente alla data di pubblicazione delle delibere in consultazione. Con riferimento alle poste figurative fino ad oggi maturate, tale misura garantirebbe, infatti, l'applicazione del quadro regolatorio vigente fino alla scadenza della concessione, senza pregiudizi per gli investimenti già realizzati o comunque affidati sulla base di valutazioni effettuate in applicazione del vigente quadro regolatorio.

La distinzione tra poste figurative correlate ai costi di rimborso del capitale e poste figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale potrebbe invece essere applicata dal 1° gennaio 2026 alle poste figurative che matureranno, a partire da tale data, sugli (e limitamenti agli) investimenti che dovranno essere programmati dalle concessionarie.

Vengono in tal modo lasciati intatti gli effetti della pregressa regolazione economica per quanto riguarda le poste figurative già maturate, salvaguardando le obbligazioni già sorte sotto il regime della pregressa regolazione e non penalizzando proprio quei concessionari che, come la Scrivente, hanno adempiuto correttamente e puntualmente ai propri impegni convenzionali.

### **Valore di Subentro**

Il sistema tariffario di pedaggio posto in consultazione prevede di applicare al Capitale Investito Netto (CIN), per l'ammontare corrispondente all'eventuale Valore di Subentro, un tasso di remunerazione pari al WACC a cui si applica una riduzione del 10%. Tale minore remunerazione, a giudizio di codesta rispettabile Autorità, sarebbe giustificata: (i) dalla minore rischiosità per l'assenza di rischio traffico nella remunerazione del Valore di Subentro, e (ii) dall'opportunità di disincentivare eccessivi accumuli di capitale a titolo di valore residuo per ragioni di concorrenzialità e contendibilità dei futuri affidamenti.

Al riguardo riteniamo opportuno evidenziare le seguenti criticità:

- gli investimenti a subentro sono soggetti al rischio traffico nella stessa misura degli investimenti ad integrale recupero in tariffa, poiché anche la quantificazione del subentro deriva dalle stesse stime di traffico ex ante dalle quali deriva la definizione degli incrementi tariffari. Semmai, il valore di subentro presenta profili di rischio aggiuntivi, legati alle incertezze sottostanti le procedure di gara, con il prolungarsi del periodo di recupero dello stesso in misura, spesso, imprevedibile, nonché alla mancata definizione, a priori, dell'effettivo debitore. Tali aspetti sono costantemente rilevati dai finanziatori e dalle agenzie di *rating*;
- la previsione risulta in contraddizione con il sistema tariffario in vigore per il settore autostradale, che prevede una remunerazione unitaria sull'intero valore del Capitale Investito Netto (TIR per il CIN Ante e WACC per il CIN Post), anche nei casi in cui è riconosciuto un valore di subentro dalle vigenti Convenzioni (Satap A4, Asti-Cuneo, Brebemi, Strada dei Parchi e SAT);
- la previsione di Valori di Subentro non è prerogativa dei concessionari autostradali quanto piuttosto del Concedente determinata molto spesso in funzione di valutazioni di prevalente carattere politico piuttosto che di natura tecnica e/o regolatoria;
- la misura risulterebbe in discontinuità rispetto a quanto applicato dalla stessa Autorità in altri settori regolati, incluso il settore aeroportuale. ARERA, per i settori dell'elettricità e del gas, prevede infatti l'ammortamento tecnico-economico degli asset e pertanto, un valore di subentro alla scadenza della concessione per gli asset non totalmente ammortizzati. Il Capitale Investito Netto è remunerato al WACC, anche in presenza di un valore di subentro;
- la Misura 33.9 in parola condurrebbe pertanto a discriminare investimenti in asset analoghi, che hanno lo stesso profilo di rischio e sui quali gli investitori richiedono una stessa remunerazione di mercato. Gli investimenti, per i quali l'ammortamento finanziario conduce ad incrementi tariffari sostenibili, sarebbero remunerati al WACC e viceversa gli investimenti per i quali solo l'ammortamento regolatorio ed il conseguente valore di subentro conducono ad incrementi tariffari sostenibili, verrebbero remunerati ad un tasso "blended" inferiore al WACC, con una ingiustificata penalizzazione per l'investitore in quanto il valore di subentro da modalità differita di rimborso del capitale investito rispetto agli adeguamenti tariffari diverrebbe invece una differente, ed inferiore, modalità di remunerazione per investimenti che – di fatto – hanno lo stesso grado di rischio di quelli integralmente ammortizzati con le tariffe nel corso del periodo di concessione;
- l'introduzione della previsione di una minore remunerazione non può essere giustificata da ragioni di concorrenzialità e contendibilità dei futuri affidamenti in considerazione del fatto che gli investitori: (i) partecipano alle gare effettuando una valutazione economico-finanziaria dipende da differenti fattori (livello delle tariffe di pedaggio, durata della concessione, investimenti da realizzare) che non sono in alcun modo correlati alla corresponsione di un valore di subentro all'inizio della concessione; (ii) hanno un'aspettativa di una adeguata remunerazione di tutto il capitale investito sulla base del costo medio ponderato del capitale e l'introduzione di un eventuale valore di subentro soddisferebbe esclusivamente l'esigenza del concedente di mitigare le tariffe a favore degli utenti e ciò non può penalizzare i concessionari determinando, di fatto, un impatto negativo sul valore dell'investimento.

Tutto ciò premesso, la scrivente rimane a disposizione di Codesta Authority per qualsiasi ulteriore approfondimento ed auspica la possibilità di essere audita al fine di ulteriormente rappresentare quanto in questo documento sintetizzato.

Resta infine inteso che le considerazioni sin qui svolte, così come quelle indicate nel documento di analisi tecnica allegato, sono state formulate al sol fine di poter fornire - con spirito collaborativo - un quadro di sintesi delle problematiche riscontrare, nonché di ipotizzare eventuali soluzioni volte a sanare tali problematiche.

Con l'occasione si porgono i migliori saluti.

S.A.V.  
Società Autostrade Valdostane S.p.A.  
*L'Amministratore Delegato*  
*(ing. Federico Caniggia)*  
documento sottoscritto con firma digitale

Allegato: Tabella osservazioni/proposte in forma tabellare secondo lo schema proposta dall'Autorità

**DELIBERA 188/2025: OSSERVAZIONI SUL DOCUMENTO “AGGIORNAMENTO DEL SISTEMA TARIFFARIO DI PEDAGGIO RELATIVO ALLE CONCESSIONI AUTOSTRADALI DI CUI ALL’ARTICOLO 37, COMMA 2, LETTERA G), DEL D.L. 201/2011”**

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
<b>2</b>	<b>1</b>	<p><b>Definizioni</b></p> <p>[...]</p> <p>28. Opere realizzate o in corso di realizzazione: con riferimento a ciascuna delle concessioni vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all’articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del medesimo decreto – ai fini tariffari si intendono realizzate o in corso di realizzazione le opere assentite dal concedente che, alla data di pubblicazione della delibera dell’Autorità di prima approvazione del rispettivo Sistema tariffario sul sito web dell’Autorità, siano: (i) già realizzate, (ii) in corso di realizzazione, in quanto sia già intervenuta la stipula del contratto di affidamento dei lavori o, se antecedente, la consegna dei lavori.</p> <p>29. Opere da realizzare: con riferimento a ciascuna delle concessioni vigenti alla data di</p>	<p><b>Definizioni</b></p> <p>[...]</p> <p>28. Opere realizzate o in corso di realizzazione alla data di prima approvazione dei modelli tariffari ART: con riferimento a ciascuna delle concessioni vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all’articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del medesimo decreto – ai fini tariffari si intendono realizzate o in corso di realizzazione le opere assentite dal concedente che, alla data di pubblicazione della delibera dell’Autorità di prima approvazione del rispettivo Sistema tariffario sul sito web dell’Autorità, siano: (i) già realizzate, (ii) in corso di realizzazione, in quanto sia già intervenuta la stipula del contratto di affidamento dei lavori o, se antecedente, la consegna dei lavori (“CIN Ante”).</p> <p>28.1 Opere realizzate o in corso di realizzazione alla data di pubblicazione</p>	<p>La modifica proposta è volta a definire un quadro di definizioni completo, andando a distinguere tre livelli di capitale investito netto, di cui uno incrementale rispetto a quanto già definito dal quadro vigente. In particolare:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Si è provveduto a chiarire che le opere realizzate o in corso di realizzazione alla data di prima approvazione dei modelli tariffari ART continuano ad essere configurate all’interno del cosiddetto Capitale Investito Netto (CIN Ante), già definito dai modelli in essere.</li> <li>2. È stato aggiunto un chiarimento rispetto al CIN Post, per cui tutti gli investimenti non configurabili come CIN Ante, realizzati o in corso di realizzazione fino alla data di approvazione della nuova delibera, rimarrebbero inclusi nello stesso.</li> <li>3. Gli ulteriori investimenti non ancora realizzati o programmati alla data di pubblicazione della delibera di adozione del provvedimento posto in consultazione, diversi ed ulteriori rispetto a quelli riferiti al CIN Ante ed al CIN Post, verrebbero quindi classificati come “Opere da realizzare” e riferiti al capitale investito denominato come CIN Post<sup>2026</sup>.</li> </ol> <p>Tale ulteriore segmentazione degli investimenti, limitata alle opere ancora da realizzare, è finalizzata a definire un perimetro più ristretto di applicazione di alcune misure del modello regolatorio, quali ad esempio le poste figurative, limitando in questo modo gli</p>

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
		<p>entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all’articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del medesimo decreto – ai fini tariffari si intendono da realizzare le opere assentite dal concedente: (i) per le quali, alla data di pubblicazione della delibera dell’Autorità di prima approvazione del rispettivo Sistema tariffario sul sito web dell’Autorità, non sia ancora intervenuta la stipula del contratto di affidamento dei lavori o, se antecedente, la consegna dei lavori, oppure (ii) che siano oggetto di nuovi atti aggiuntivi alla convenzione.</p>	<p>della delibera di adozione del presente provvedimento e non rientranti nel CIN Ante: con riferimento a ciascuna delle concessioni vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all’articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del medesimo decreto – ai fini tariffari si intendono realizzate o in corso di realizzazione alla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento e non rientranti nel “CIN Ante” le opere assentite dal concedente e - come detto – non rientranti nel CIN Ante che, alla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento sul sito web dell’Autorità siano: (i) già realizzate, (ii) in corso di realizzazione, in quanto sia già intervenuta la stipula del contratto di affidamento dei lavori o, se antecedente, la consegna dei lavori (“CIN Post”).</p> <p>29 Opere da realizzare: con riferimento a ciascuna delle concessioni vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011 – di cui all’articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2, del</p>	<p>effetti retroattivi delle stesse e salvaguardando pertanto il rendimento degli investimenti che la concessionaria ha già realizzato o affidato alla data di pubblicazione della delibera di adozione del provvedimento posto in consultazione.</p>

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
			medesimo decreto – ai fini tariffari si intendono <b>opere</b> da realizzare <b>quelle relative agli investimenti, ulteriori rispetto a quelli afferenti al CIN Ante ed al CIN Post, non ancora realizzati o programmati alla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente del presente provvedimento sul sito web dell'Autorità ("CIN Post<sub>2026</sub>")</b> .	
5		<b>Entrata in vigore</b>  1. Le Misure del presente provvedimento si applicano alle concessioni in essere attraverso atti aggiuntivi stipulati tra concedente e concessionario in occasione del primo aggiornamento o revisione del piano economico-finanziario del concessionario successivo alla data di adozione del presente provvedimento.  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 1°	<b>Entrata in vigore</b>  1. Le Misure del presente provvedimento si applicano alle concessioni in essere attraverso atti aggiuntivi stipulati tra concedente e concessionario in occasione del primo aggiornamento o revisione del piano economico-finanziario del concessionario successivo alla data di adozione del presente provvedimento.  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 1°	Le modifiche proposte al documento di consultazione hanno da un lato la finalità di chiarire alcuni aspetti implementativi dell'entrata in vigore e dall'altro di rivedere alcuni passaggi del documento, volti a migliorare l'efficacia ed applicabilità delle misure:  1. Con riferimento al punto 4 della misura, lettera c), si ritiene che il vincolo relativo agli incrementi tariffari della proposta di Piano Economico Finanziario, pari al massimo a 0,5% in più rispetto al tasso di inflazione programmata non sia coerente nel contesto delle procedure attualmente in atto per l'aggiornamento del PEF soprattutto per quelle concessionarie, come la Scrivente, che hanno puntualmente realizzato tutti gli investimenti in un contesto di PEF scaduti e conseguente impatto sulle tariffe annuali dovute. Infatti:  a. il riferimento a 50 punti base come limite massimo all'incremento superiore rispetto al tasso di inflazione non possa essere ritenuto un riferimento valido in via generalizzata per tutte le concessionarie che scontano situazioni



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
		<p>gennaio 2026, fatta eccezione per i casi specificati al successivo punto 4.</p> <p>3. Per consentire l'ordinato svolgimento delle istruttorie correlate all'approvazione di tali PEF, assicurando una adeguata transizione al nuovo modello regolatorio, concedente e concessionario provvedono all'adeguamento dei medesimi PEF alle presenti misure entro il 31 dicembre 2026. In tal caso, per la determinazione delle tariffe autostradali relative all'annualità 2026 si applica quanto previsto dall'articolo 14, comma 2, ultimi due periodi, della legge n. 193/2024.</p> <p>4. È ammesso, in via transitoria e in deroga a quanto previsto al punto 2, che le misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3 siano integralmente applicate a partire dalla data di avvio del periodo regolatorio successivo a quello in corso, in occasione dell'ordinario aggiornamento di PEF/PFR, alle concessioni per le quali tutte le seguenti condizioni:</p> <p>a. alla data di adozione del presente provvedimento, il</p>	<p>gennaio 2026, fatta eccezione per i casi specificati al successivo punto 4.</p> <p>3. Per consentire l'ordinato svolgimento delle istruttorie correlate all'approvazione di tali PEF, assicurando una adeguata transizione al nuovo modello regolatorio, concedente e concessionario provvedono all'adeguamento dei medesimi PEF alle presenti misure entro il 31 dicembre 2026. In tal caso, per la determinazione delle tariffe autostradali relative all'annualità 2026 si applica quanto previsto dall'articolo 14, comma 2, ultimi due periodi, della legge n. 193/2024.</p> <p>4. È ammesso, in via transitoria e in deroga a quanto previsto al punto 2, che le misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3 siano integralmente applicate a partire dalla data di avvio del periodo regolatorio successivo a quello in corso, in occasione dell'ordinario aggiornamento di PEF/PFR, alle concessioni per le quali tutte le seguenti condizioni:</p> <p>a. alla data di adozione del presente provvedimento, il</p>	<p>sostanzialmente differenti in termini di (i) adeguamenti tariffari pregressi; (ii) investimenti realizzati e da realizzare; e (iii) numero di anni disponibili al termine della concessione (iv) livello assoluto delle tariffe unitarie di pedaggio applicate da differenti concessionarie.</p> <p>b. Per i punti di cui sopra, si ritiene necessario eliminare il riferimento alla lettera c) del punto 4 della misura in una prospettiva di garantire una equa applicazione della misura derogatoria.</p> <p>2. Per quanto riguarda il punto 6 della misura si ritiene che l'implementazione delle misure di cui alla presente delibera debba essere valutato caso per caso anche nelle circostanze di revisione straordinaria del PEF. Anzi, trattandosi di una revisione straordinaria, a maggior ragione, il modello tariffario dovrebbe garantire le opportune flessibilità volte a garantire la stabilità e il riequilibrio degli affidamenti.</p> <p>3. Infine, con riferimento al punto 8, si ritiene che:</p> <p>a. La deroga all'implementazione di alcune misure del modello tariffario debba necessariamente essere prevista per tutto l'orizzonte temporale della concessione, e non solamente per il primo periodo regolatorio anche al fine di salvaguardare il rendimento degli investimenti già realizzati o comunque programmati e finanziati dalla concessionaria. Tali deroghe devono comunque garantire, anche come indicato nella delibera stessa: (i) il vincolo di sostenibilità tariffaria per</p>

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
		<p>concedente abbia già provveduto a trasmettere all'Autorità la documentazione necessaria per l'espressione del previsto parere per l'aggiornamento/revisione del PEF relativo al periodo regolatorio in corso;</p> <p>b. alla data di adozione del presente provvedimento, il concessionario risulti pienamente adempiente:</p> <p>i. rispetto agli impegni assunti con la sottoscrizione della convenzione di concessione e dei rispettivi atti aggiuntivi, sulla base delle valutazioni del concedente;</p> <p>ii. rispetto alle prescrizioni rilasciate dall'Autorità nell'esercizio delle proprie prerogative,</p>	<p>concedente abbia già provveduto a trasmettere all'Autorità la documentazione necessaria per l'espressione del previsto parere per l'aggiornamento/revisione del PEF relativo al periodo regolatorio in corso;</p> <p>b. alla data di adozione del presente provvedimento, il concessionario risulti pienamente adempiente:</p> <p>i. rispetto agli impegni assunti con la sottoscrizione della convenzione di concessione e dei rispettivi atti aggiuntivi, sulla base delle valutazioni del concedente;</p> <p>ii. rispetto alle prescrizioni rilasciate dall'Autorità nell'esercizio delle proprie prerogative, in relazione alla</p>	<p>l'utenza; (ii) l'equa traslazione del rischio operativo in capo al concessionario; (iii) l'equilibrio economico-finanziario della concessione.</p> <p>b. In particolare, si ritiene che, in presenza di pattuizioni contrattuali preesistenti, quali ad esempio le operazioni di <i>cross financing</i>, sia necessario mantenere la validità di tali previsioni, derogando di fatto al principio di applicabilità indifferenziata delle misure.</p>

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
		<p>in relazione alla conformità rispetto al Sistema tariffario ART;</p> <p>c. per le concessioni vigenti alla data di entrata in vigore del d.l. 201/2011, di cui al Titolo 3, in virtù dell'applicazione del meccanismo di poste figurative, l'incremento nominale della tariffa unitaria media integrata, misurato fra il 2026 e l'anno di scadenza della concessione, non risulti superiore di 50 punti base rispetto a quello scaturente dall'applicazione dei tassi di inflazione programmata assunti in sede di prima applicazione dei citati Sistemi tariffari adottati con le delibere elencate alla tabella di cui alla Misura 26.</p> <p>5. Si applicano in ogni caso, a partire dal 1° gennaio 2026, per tutte le</p>	<p>conformità rispetto al Sistema tariffario ART;</p> <p>5. Si applicano in ogni caso, a partire dal 1° gennaio 2026, per tutte le concessioni, le seguenti disposizioni regolatorie:</p> <p>a. la verifica a consuntivo, in occasione del primo aggiornamento utile del PEF successivo alla data di adozione del presente provvedimento, delle condizioni di equilibrio economico-finanziario di cui alla Misura 9 e alla Misura 27, con la metodologia ivi prevista, nonché l'eventuale applicazione del meccanismo di recupero/riserva ivi indicato;</p> <p>b. le modalità di determinazione del tasso di inflazione programmato di cui alla Misura 19 e alla Misura 37;</p>	

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
		<p>concessioni, le seguenti disposizioni regolatorie:</p> <p>a. la verifica a consuntivo, in occasione del primo aggiornamento utile del PEF successivo alla data di adozione del presente provvedimento, delle condizioni di equilibrio economico-finanziario di cui alla Misura 9 e alla Misura 27, con la metodologia ivi prevista, nonché l'eventuale applicazione del meccanismo di recupero/riserva ivi indicato;</p> <p>b. le modalità di determinazione del tasso di inflazione programmato di cui alla Misura 19 e alla Misura 37;</p> <p>c. l'implementazione e l'applicazione del meccanismo penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi, di cui alla Misura 21 e alla Misura 39;</p>	<p>c. l'implementazione e l'applicazione del meccanismo penalità/premi con riferimento alla valutazione della qualità dei servizi, di cui alla Misura 21 e alla Misura 39;</p> <p>d. gli obblighi a carico del concessionario scaturenti dall'applicazione di quanto previsto alla Misura 11 e alla Misura 29 con riguardo a tariffa unitaria e modulazione tariffaria;</p> <p>e. l'applicazione del meccanismo di Poste figurative secondo le disposizioni di cui alla Misura 23 e alla Misura 41;</p> <p>f. l'applicazione dei criteri di adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti, di cui alla Misura 22 e alla Misura 40;</p> <p>g. la disciplina della remunerazione del capitale investito, di cui al Titolo 4.</p>	

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
		<p>d. gli obblighi a carico del concessionario scaturenti dall'applicazione di quanto previsto alla Misura 11 e alla Misura 29 con riguardo a tariffa unitaria e modulazione tariffaria;</p> <p>e. l'applicazione del meccanismo di Poste figurative secondo le disposizioni di cui alla Misura 23 e alla Misura 41;</p> <p>f. l'applicazione dei criteri di adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti, di cui alla Misura 22 e alla Misura 40;</p> <p>g. la disciplina della remunerazione del capitale investito, di cui al Titolo 4.</p> <p>6. Resta inoltre ferma, a partire dal 1° gennaio 2026, l'applicazione integrale delle misure di cui al Titolo 2 e al Titolo 3 in tutti i casi di ricorso alla revisione straordinaria di PEF e PFR.</p> <p>7. Per i concessionari per i quali la scadenza della concessione</p>	<p>6. Per i concessionari per i quali la scadenza della concessione interviene prima del 1° gennaio 2031, si applica quanto previsto al punto 5.</p> <p>7. Previa istanza motivata da parte del concessionario e parere favorevole del concedente, <b>ovvero qualora diversamente previsto da specifiche previsioni del contratto di concessione e relativi atti aggiuntivi e/o nell'ambito di operazioni di cross financing già approvate dalle autorità competenti</b>, l'Autorità può consentire deroghe (eventualmente anche solo parziali) nell'applicazione di alcune misure di regolazione. Tali deroghe, le quali devono in ogni caso assumere carattere eccezionale, in presenza di situazioni di conclamata evidenza e necessità, nonché di valide e oggettive argomentazioni a supporto, devono comunque essere applicate nel rispetto di quanto previsto alla Misura 9 e alla Misura 27 in relazione a:</p> <p>a. vincolo di sostenibilità tariffaria per l'utenza;</p>	

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
		<p>interviene prima del 1° gennaio 2031, si applica quanto previsto al punto 5.</p> <p>8. Nel primo periodo regolatorio di applicazione del presente atto di regolazione, previa istanza motivata da parte del concessionario e parere favorevole del concedente, l'Autorità può consentire deroghe parziali nell'applicazione di alcune misure di regolazione. Tali deroghe, le quali devono in ogni caso assumere carattere eccezionale, in presenza di situazioni di conclamata evidenza e necessità, nonché di valide e oggettive argomentazioni a supporto, devono comunque essere applicate nel rispetto di quanto previsto alla Misura 9 e alla Misura 27 in relazione a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. vincolo di sostenibilità tariffaria per l'utenza;</li> <li>b. piena traslazione del rischio operativo in capo al concessionario;</li> <li>c. verifica dell'equilibrio economico-finanziario della concessione.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>b. piena traslazione del rischio operativo in capo al concessionario;</li> <li>c. verifica dell'equilibrio economico-finanziario della concessione.</li> </ul>	

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
27	1	Trattamento del rischio traffico [...]	Trattamento del rischio traffico [...]	<p>Con riferimento all'allocazione del rischio traffico non si fornisce un mark-up puntuale al testo posto in consultazione alla Misura 27.1, in quanto si ribadiscono integralmente gli aspetti critici già evidenziati nell'ambito delle risposte al documento di consultazione della Delibera n. 75/2025, ed in particolare alla necessità di mantenere un'allocazione del rischio traffico limitata al periodo regolatorio quinquennale e senza i limiti percentuali indicati (+/-15%).</p> <p>L'obbligo di mantenere inalterate le stime per 15 anni – a fronte di condizioni macroeconomiche, evoluzioni tecnologiche, e dinamiche territoriali potenzialmente molto variabili – comporta un'allocazione del rischio traffico: (i) fortemente sbilanciata a carico del concessionario (ii) non coerente con lo schema regolatorio vigente al momento dell'assunzione di impegni assunti verso stakeholders esterni (i.e. le agenzie di rating) e come quelli contrattualmente assunti con il sistema bancario ed obbligazionario e (iii) in contrasto con il livello di remunerazione che deriverebbe dall'applicazione del documento posto in consultazione. Tale asimmetria è ulteriormente aggravata dal meccanismo di <i>revenue sharing</i>, che impone la restituzione dei maggiori ricavi ma non prevede tutele in caso di scostamenti negativi. Ne derivano effetti negativi sulla bancabilità degli investimenti e sull'attrattività per i capitali privati. In ultima analisi, ciò si traduce in un ostacolo alla realizzazione stessa delle infrastrutture, con ricadute negative per l'interesse pubblico.</p> <p>Si richiede infine di confermare con una clausola esplicita quanto già previsto dalla disciplina ART relativamente alla revisione delle previsioni di traffico in presenza di revisione del PEF per eventi di forza maggiore.</p>

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
				Da ultimo, l'impostazione proposta risulta particolarmente penalizzante per le infrastrutture <i>greenfield</i> , dove la previsione dei volumi di traffico è intrinsecamente più incerta rispetto alle opere consolidate.
<b>27</b>	<b>1</b>	<b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni</b> [...]	<b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni</b> [...]	<p>Con riferimento agli indici di valutazione dell'equilibrio economico-finanziario non si fornisce un mark-up puntuale al testo posto in consultazione alla Misura 27.1, in quanto si ribadiscono integralmente gli aspetti critici già evidenziati nell'ambito delle risposte al documento di consultazione della Delibera n. 75/2025.</p> <p>Si ritiene che, quanto meno con riferimento al meccanismo di recupero in relazione al rendimento ammesso sul capitale proprio, la condizione di equilibrio economico-finanziario debba essere valutata esclusivamente con riferimento al rendimento del progetto, tenendo conto della salvaguardia relativa agli investimenti già realizzati e in corso di realizzazione alla data di pubblicazione del documento posto in consultazione. L'utilizzo di indicatori differenti, ed in particolare del TIR Equity, infatti, determinerebbe una distorsione del rendimento effettivo potenzialmente pregiudicando il meccanismo di salvaguardia che si basa sul mantenimento del rendimento misurato con TIR di progetto.</p> <p>Fermo quanto sopra evidenziamo taluni spunti tecnici di miglioramento che consentirebbero una più corretta applicazione delle misure in consultazione, in particolare:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Per quanto riguarda, il calcolo del TIR Progetto: <ol style="list-style-type: none"> <li>a. Il flusso iniziale di investimento dovrebbe essere rettificato al fine di considerare l'eventuale saldo di poste figurative, in linea con quanto previsto dalla</li> </ol> </li> </ol>



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
				<p>vigente disciplina ART. L'eventuale esclusione di tale saldo comporterebbe una valutazione non corretta della redditività della concessione, in quanto non ci sarebbe una corrispondenza tra i flussi di cassa prospettici della concessione, che remunerano anche il saldo delle poste figurative, e il valore dell'investimento iniziale che sarebbe valutato al netto dello stesso saldo.</p> <p>b. La verifica delle condizioni di equilibrio dovrebbe essere effettuata sulla base del rendimento pre-tax e non post-tax al fine di garantire coerenza tra l'indice di redditività e gli indicatori di benchmark, riflessi nel TIR di salvaguardia e nel WACC, anch'essi espressi prima dell'imposizione fiscale.</p> <p>2. Per quanto riguarda il calcolo del ROIC, al fine di risultare rappresentativo, questo dovrebbe altresì tenere conto dell'evoluzione del saldo delle poste figurative in ciascun anno di piano.</p> <p>3. Con riferimento al parametro <i>TIR Equity</i>, si osserva inoltre quanto segue:</p> <p>a. La metodologia di calcolo del <i>TIR Equity</i> sulla base delle tabelle di PEF, senza tenere conto delle opportune normalizzazioni, comporterebbe il rischio di rappresentare un tasso di rendimento dei flussi per l'azionista non in linea con l'effettivo rendimento consuntivabile. Si ritiene quindi necessario: (i) considerare il saldo delle poste figurative – depurato dell'effetto fiscale -- nel</p>

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
				<p>valore iniziale dell'<i>equity</i> per le stesse ragioni rappresentate con riferimento al calcolo del TIR di progetto, di cui sopra; (ii) depurare il capitale proprio delle eventuali attività non pertinenti, altrimenti non direttamente rappresentate nei relativi flussi. Il valore iniziale dell'<i>equity</i> può infatti risultare influenzato da numerosi fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della concessione.</p> <p>b. Dovrebbero essere quindi introdotti opportuni criteri di normalizzazione del valore dell'<i>equity</i> (e dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti) al fine di addivenire ad una misura dell'indicatore coerente, e rappresentativa dell'effettivo livello di redditività consuntivabile dall'azionista.</p>
27	1	<b>Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'Equity</b> [...]	<b>Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'Equity</b> [...]	<p>In aggiunta a quanto indicato al punto precedente si evidenzia che:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Il TIR <i>Equity</i>, per le modalità di calcolo declinate all'interno della delibera, è un indicatore non adeguato per rappresentare la redditività operativa della concessione, e quindi non può essere preso come riferimento per la quantificazione di eventuali sovra (o sotto) rendimenti di natura operativa.</li> <li>2. Sussiste, inoltre, un profilo di incoerenza tra il calcolo del TIR <i>Equity</i> ed il calcolo del TIR di Progetto, tale per cui è possibile che i due indicatori non risultino in equilibrio contemporaneamente.</li> </ol>

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
				<p>3. Ne deriva una criticità per l'implementazione della misura, per la quale si suggerisce di prevedere un ordine di priorità degli indicatori, dove il TIR di Progetto dovrebbe essere di fatto prioritario in quanto relativo al rendimento operativo degli investimenti assentiti in concessione.</p> <p>4. Si ritiene pertanto che l'obbligo per il concessionario di accantonare in una riserva di patrimonio netto non possa essere determinata sulla base del TIR Equity. Oltretutto, il meccanismo di accantonamento così come previsto risulterebbe non neutrale per l'azionista, che si ritroverebbe penalizzato dal rischio di mancato riconoscimento del TIR della salvaguardia.</p>
32	1	<p><b>Capitale investito netto</b></p> <p>[...]</p> <p>Il CIN relativo agli asset reversibili di cui al punto 1, lettera b) è ripartito in due distinte categorie:</p> <p>a) CIN relativo alle opere realizzate o in corso di realizzazione come definite dalla Misura 2 (CIN ante) a cui si applica il meccanismo di salvaguardia di cui alla Misura 17, finalizzato a garantire il tasso interno di rendimento previsto dal Sistema tariffario previgente;</p>	<p><b>Capitale investito netto</b></p> <p>[...]</p> <p>Il CIN relativo agli asset reversibili di cui al punto 1, lettera b) è ripartito in tre distinte categorie:</p> <p>a) CIN relativo alle opere realizzate o in corso di realizzazione come definite dalla Misura 2 (CIN ante) a cui si applica il meccanismo di salvaguardia di cui alla Misura 17, finalizzato a garantire il tasso interno di rendimento previsto dal Sistema tariffario previgente;</p>	<p>In continuità con quanto già indicato alla misura 2, nell'ambito delle definizioni, si propone un'integrazione della definizione di capitale investito netto in tre categorie, anziché due, volta a declinare un perimetro di implementazione delle misure della presente delibera che possa conservare il principio di salvaguardia dei rendimenti relativi agli investimenti effettuati e in corso di realizzazione alla data di pubblicazione della delibera in consultazione. A tal proposito, l'integrazione proposta prevede la configurazione di una ulteriore categoria di CIN relativo alle cosiddette opere da realizzare, ossia relativo agli investimenti ancora da realizzare ed affidare alla data di pubblicazione del provvedimento posto in consultazione.</p> <p>Come argomentato anche di seguito, questa segmentazione degli <i>asset</i> garantirebbe il mantenimento dei profili di remunerazione connessi agli <i>asset</i> esistenti e in corso di realizzazione, di cui al CIN Ante e al CIN Post, in continuità rispetto ai modelli tariffari vigenti, e</p>

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
		b) CIN relativo alle opere da realizzare come definite dalla Misura 2 (CIN post).	b) CIN relativo alle opere <b>realizzate o in corso di realizzazione alla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento e non rientranti nel CIN Ante come definite dalla Misura 2 (CIN Post)</b>  c) CIN relativo alle opere da realizzare come definite dalla Misura 2 (CIN Post <sub>2026</sub> ).	dall'altro creare una categoria di <i>asset</i> da sottoporre agli effetti della nuova delibera.
35	1	[...]  I costi di remunerazione del capitale sono determinati:  a) per le immobilizzazioni in esercizio afferenti al CIN ante, in misura pari al TIR previgente di cui alla Misura 17, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso	[...]  I costi di remunerazione del capitale sono determinati:  a) per le immobilizzazioni in esercizio afferenti al CIN ante, in misura pari al TIR previgente di cui alla Misura 17, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro.  <b>Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso</b>	In continuità rispetto a quanto già espresso con riferimento alla Misura 32 ed alle definizioni, si propone di rivedere il testo della delibera in consultazione al fine di declinare un regime di remunerazione del valore di subentro coerente con il profilo di remunerazione attualmente previsto e la relativa segmentazione degli <i>asset</i> . In particolare, le modifiche proposte riguardano la remunerazione del valore di subentro ascrivibile alle diverse categorie di investimenti, preservando i livelli di remunerazione per il CIN Ante, il CIN Post ed il CIN Post <sub>2026</sub> .  Inoltre, in continuità con quanto già espresso nell'ambito della prima consultazione, relativa alla delibera n.75/2025, si intendono qui richiamare le criticità già rilevate rispetto al regime di remunerazione del valore di subentro, ed in particolare al fatto che la sua remunerazione debba essere necessariamente correlata agli effettivi profili di rischio tenendo conto, inoltre, che la previsione di un valore di subentro è conseguenza sia del mancato riconoscimento degli incrementi tariffari nei precedenti esercizi sia della limitazione agli incrementi tariffari futuri che viene imposta

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
		<p>l'applicazione annuale del tasso di remunerazione del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 40, punto 9 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025, a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce;</p> <p>b) per le immobilizzazioni in esercizio afferenti al CIN post, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito di cui al Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del tasso di remunerazione del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 40, punto 9 del Titolo 4 dell'Allegato A alla</p>	<p><b>l'applicazione annuale del TIR Previgente di cui alla Misura 17;</b></p> <p>b) per le immobilizzazioni in esercizio afferenti al CIN post ed al CIN Post<sub>2026</sub>, in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito <b>(WACC)</b> di cui al Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025, moltiplicato per il Capitale investito netto afferente alle stesse immobilizzazioni in esercizio al 1° gennaio di ciascuna annualità, come definito, per ciascun periodo regolatorio, nel Programma degli Investimenti allegato al PFR, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al lordo dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del tasso di remunerazione <b>del capitale investito (WACC) applicabile al CIN Post ed al CIN Post<sub>2026</sub></b> del valore di subentro (RTV) di cui alla Misura 40, punto 9 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025, a decorrere dal momento dell'effettiva</p>	<p>discrezionalmente dal Concedente per contenerne gli impatti sull'utenza.</p> <p>La previsione di una remunerazione del valore di subentro a un tasso inferiore rispetto a quello previsto per il CIN comporta, infatti, il venir meno dell'adeguata compensazione per l'investitore dei rischi assunti di disponibilità e di costruzione dell'infrastruttura:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. In primo luogo, il valore di subentro rappresenta il risultato di investimenti esposti, tra gli altri, al rischio di costruzione, in capo al concessionario. Una remunerazione inferiore rispetto a quella riconosciuta al resto degli investimenti implica una sottostima del profilo rischio/rendimento, disincentivando potenzialmente la realizzazione di opere caratterizzate da complessità progettuale ed elevato rischio esecutivo.</li> <li>2. La misura risulta in evidente discontinuità rispetto ai criteri adottati in altri settori regolati – incluso quello aeroportuale – in cui il valore di subentro non è soggetto a penalizzazioni in termini di remunerazione. Meccanismi analoghi risultano peraltro adottati da ARERA in taluni segmenti del settore energetico.</li> <li>3. Infine, la misura risulta incoerente con la clausola di salvaguardia introdotta dalla stessa ART nel 2019 per assicurare ai concessionari il recupero degli investimenti già realizzati o realizzandi nel rispetto del livello di redditività scaturente dall'applicazione dei sistemi tariffari previgenti. L'applicazione del WACC ridotto del 10% e non del TIR del sistema previgente alla quota parte di subentro</li> </ol>

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
		delibera n. _/2025 del _/_/2025, a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce. [...]	realizzazione dell'investimento cui si riferisce.	relativa al CIN Ante – qualora presente – determina una compressione significativa della redditività riconosciuta al concessionario, in aperto contrasto con le finalità del meccanismo di salvaguardia.
40	1	<b>Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti</b> [...]	<b>Adeguamento tariffario correlato all'attuazione degli investimenti</b> [...]	<p>La delibera 75/2025 modificava la penalità tariffaria correlata alla responsabilità del concessionario, mantenendo tuttavia l'impostazione dei modelli previgenti. La delibera 188/2025 ha rimosso tale penalità, tuttavia introducendo al tempo stesso un meccanismo di accantonamento correlato agli investimenti non realizzati per responsabilità del concessionario. L'implementazione di tale meccanismo appare eccessivamente penalizzante in quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La nuova disciplina imporrebbe l'accantonamento <i>in toto</i> della porzione di investimento non realizzato – rispetto al Programma degli investimenti – per responsabilità del concessionario, imponendo una riduzione della redditività della concessione di volume ingiustificato rispetto all'operatività della stessa. Oltretutto, il concessionario sarebbe costretto ad accantonare una somma non necessariamente legata a un incremento tariffario, penalizzando il conto economico dell'esercizio in cui viene effettuato l'accantonamento invece di avere un impatto sulla dinamica tariffaria. In tal senso, il ricorso a un accantonamento relativo all'intera porzione di investimenti non sostenuti per responsabilità del concessionario imporrebbe una penalizzazione sproporzionata rispetto all'effettivo impatto tariffario legato alla</li> </ul>

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
				<p>remunerazione del capitale non dovuta (se effettivamente conseguita) per la non realizzazione degli investimenti;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Non è chiaro se il fondo vincolato così costituito potrebbe essere liberato a seguito di una revisione del Programma degli investimenti o se – pur in assenza di investimenti da effettuare, a seguito della variazione del Programma – il fondo debba essere mantenuto fino al termine della concessione e a quel punto utilizzato per alimentare fondi di interesse nazionale o trasferito al concessionario successivo, portando a una effettiva perdita di redditività per il concessionario uscente;</li> </ul> <p>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.</p>
41	1	<p><b>Poste Figurative</b></p> <p>[...]</p> <p>Le Poste Figurative a credito ovvero a debito, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti, nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</p> <p>a) componente di Poste Figurative <i>PFK,ante</i> correlata ai costi di</p>	<p><b>Poste Figurative</b></p> <p>[...]</p> <p>Le Poste Figurative a credito ovvero a debito, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti, nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</p> <p>a) componente di Poste Figurative <i>PF,ante</i> correlata ai costi di rimborso</p>	<p>In continuità con quanto espresso ai punti precedenti relativi alle definizioni ed alla declinazione delle categorie di CIN, si propongono alcune revisioni al testo della delibera ART in consultazione volte a limitare il perimetro di applicazione del nuovo meccanismo di poste figurative delineato da ART solamente alle opere da realizzare riferite al CIN Post<sub>2026</sub>. Tale implementazione consentirebbe infatti di limitare gli effetti delle nuove misure solamente ai nuovi investimenti ancora da realizzare o da programmare, lasciando intaccate le previsioni del modello attuale rispetto ai profili di remunerazione degli <i>asset</i> di cui al CIN Ante e al CIN Post,</p>

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
		<p>rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17. Il ciclo di accumulo/recupero di tale subcomponente deve esaurirsi entro un periodo di 15 anni;</p> <p>b) componente di Poste Figurative <i>FK,post</i> correlata ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16. Il ciclo di accumulo/recupero di tale sub-componente deve esaurirsi entro un periodo di 15 anni;</p> <p>c) componente di Poste Figurative <i>PFrem,ante</i> correlata ai costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa</p>	<p>e di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN ante, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il TIR previgente di cui alla Misura 17.</p> <p>b) componente di Poste Figurative <i>PF,post</i> correlata ai costi di rimborso e di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, relativo alle opere realizzate o in corso di realizzazione alla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento e non rientranti nel "CIN Ante" per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16;</p> <p>c) componente di Poste Figurative <i>PFK,post<sub>2026</sub></i> correlate ai costi di rimborso del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post<sub>2026</sub>, relative alle opere assentite dal concedente alla data di</p>	<p>confermando pertanto l'applicazione del principio di salvaguardia come per altro già fatto in passato.</p> <p>Come già richiamato nell'ambito della consultazione alla delibera n.75/2025 si ritiene infatti che il nuovo meccanismo di poste figurative proposto dall'Autorità non sia coerente con i principi di salvaguardia degli investimenti realizzati ed in corso di realizzazione e con riferimento agli stessi dei meccanismi di orientamento ai costi e neutralità economico-finanziaria venendo pertanto meno il rispetto dei profili di legittimità dell'affidamento e remunerazione degli investimenti richiamati anche nell'ambito della recente sentenza della Corte Costituzionale n.147/2025.</p> <p>Con riferimento, inoltre, ai profili di assorbimento delle poste figurative declinati dall'Autorità che richiederebbe di conseguire il totale assorbimento delle poste figurative in un periodo massimo di 15 anni si rileva che:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Al fine di garantire il rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria, si ritiene necessario precisare che, alla scadenza della concessione, eventuali saldi residui delle poste figurative — che non risultino integralmente azzerati — per esempio a causa del mancato riconoscimento di adeguamenti tariffari da parte dell'ente concedente ovvero il verificarsi di eventi imprevisti ed imprevedibili ex ante (cosiddette <i>contingencies</i>), devono necessariamente essere riconosciuti al concessionario uscente, anche a tutela del Concedente.</li> <li>2. A tal proposito, si ritiene utile evidenziare all'Autorità che l'eventuale necessità di riconoscere un saldo di poste figurative al concessionario uscente è spesso riconducibile a</li> </ol>



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
		<p>attualizzazione, il costo ammesso sul capitale di debito (<math>Rd</math>) di cui alla Misura 40 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025. Il ciclo di accumulo/recupero di tale sub-componente deve esaurirsi entro un periodo di 15 anni;</p> <p>d) componente di Poste Figurative <math>PFrem,post</math> correlata alla somma dei costi di remunerazione del capitale riferibili agli asset reversibili afferenti al CIN post, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il costo ammesso sul capitale di debito (<math>Rd</math>) di cui alla Misura 40 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025. Il ciclo di accumulo/recupero di tale sub-componente deve esaurirsi entro un periodo di 15 anni.</p> <p>Ai fini della determinazione delle singole componenti <math>PFK,crPF</math> e <math>PFRem,crPF</math> ascrivibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti</p>	<p>pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) di cui alla Misura 16;</p> <p>d) componente di Poste Figurative <math>PFK rem,post_{2026}</math> correlata alla remunerazione del capitale riferibile agli asset reversibili afferenti al <math>CIN_{post_{2026}}</math>, relative alle opere assentite dal concedente dalla data di pubblicazione della delibera di adozione del presente provvedimento, per la quale la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il costo ammesso sul capitale di debito (<math>Rd</math>) di cui alla Misura 40 del Titolo 4 dell'Allegato A alla delibera n. _/2025 del _/2025.</p> <p>Ai fini della determinazione delle singole componenti ascrivibili al credito di poste figurative maturato entro la data di avvio del primo periodo regolatorio successivo</p>	<p>scelte del Concedente, volte a evitare aumenti tariffari o estensioni delle concessioni, spesso per motivazioni di opportunità politica. In tale contesto, risulta evidente che le eventuali poste figurative in eccesso – ovvero non recuperate tramite adeguamenti tariffari - non rappresentano un'anomalia generata dalla gestione del concessionario, bensì un effetto derivato da vincoli esterni o da decisioni unilaterali del Concedente stesso. Ne consegue che un corretto trattamento dei saldi residui, alla scadenza del rapporto concessorio, è condizione essenziale ed imprescindibile per garantire equità regolatoria e neutralità economico-finanziaria per il concessionario.</p>

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
		<p>Misure, il concessionario provvede a inviare all'Autorità la completa ricostruzione dei meccanismi di maturazione del predetto credito sin dall'inizio della concessione, comprensiva dei relativi fogli di calcolo. In esito a tale ricostruzione e alla conseguente scomposizione del citato credito di poste figurative: a) la componente del suddetto credito di poste figurative correlata ai soli costi di rimborso del capitale è inclusa nel saldo, all'Anno ponte del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, della componente di poste figurative di cui alla lettera a) del punto precedente (se afferente al CIN ante) o della lettera b) di cui al punto precedente (se afferente al CIN post); b) la componente del suddetto credito di poste figurative correlata ai soli costi di remunerazione del capitale è inclusa nel saldo, all'Anno ponte del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, della componente di poste figurative di cui alla lettera c) del punto precedente (se afferente al</p>	<p>all'approvazione delle presenti Misure, il concessionario provvede a inviare all'Autorità la completa ricostruzione dei meccanismi di maturazione del predetto credito, comprensiva dei relativi fogli di calcolo.</p> <p>In esito a tale ricostruzione e alla conseguente scomposizione del citato credito di poste figurative: a) la componente del suddetto credito di poste figurative correlata ai costi di rimborso e remunerazione del capitale è inclusa nel saldo, all'Anno ponte del primo periodo regolatorio successivo all'approvazione delle presenti Misure, della componenti di poste figurative di cui alla lettera a) del punto precedente (in quanto afferente al CIN ante) o della lettera b) di cui al punto precedente (in quanto afferente al CIN post).</p>	

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
		CIN ante) o della lettera d) di cui al punto precedente (se afferente al CIN post). [...]		
<b>44</b>	<b>8</b>	<p><b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>Ai fini del calcolo del tasso di remunerazione applicabile al valore di subentro (<i>RTV</i>), come previsto dalla Misura 13.7 [ovvero Misura 15.7], lettera a), si applica al costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato nel PFR, un fattore correttivo che ne comporta una riduzione del 10%.</p>	<p><b>Metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito</b></p>	<p>In linea con quanto già richiamato ai punti precedenti, ed in particolare ai commenti alla Misura 35, si evidenzia la necessità di rivedere la disciplina di remunerazione del subentro al fine di adeguarla al resto degli investimenti, declinati nelle tre categorie individuate.</p>