

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

OTTEMPERANZA ALLA SENTENZA DEL CONSIGLIO DI STATO 8 LUGLIO 2026, N. 5457, PER LA RIDETERMINAZIONE DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO DA UTILIZZARE NELL'AMBITO DELLE PROCEDURE DI AGGIORNAMENTO O REVISIONE DELLE CONCESSIONI AUTOSTRADALI VIGENTI, AI SENSI DELL'ARTICOLO 43 DEL D.L. 201/2011, DAL 14 SETTEMBRE 2023 AL 13 SETTEMBRE 2024 DI CUI ALLA DELIBERA N. 139/2023. AVVIO DEL PROCEDIMENTO.

PREMESSA

Quadro di riferimento della regolazione

Per quanto riguarda il quadro normativo di riferimento in materia di concessioni autostradali, vengono innanzitutto in rilievo le disposizioni generali contenute nella norma istitutiva dell'Autorità, il decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214. In particolare, ai sensi dell'articolo 37, comma 2, lettera a), l'Autorità provvede, tra l'altro *“a garantire, secondo metodologie che incentivino la concorrenza, l'efficienza produttiva delle gestioni e il contenimento dei costi per gli utenti, le imprese e i consumatori, condizioni di accesso eque e non discriminatorie alle infrastrutture ferroviarie, portuali, aeroportuali e alle reti autostradali (...)”*.

Nell'ambito delle competenze di cui al comma 2 dell'articolo 37 cit., viene, inoltre, in rilievo, *«con particolare riferimento al settore autostradale»*, la previsione di cui alla lettera g), in virtù della quale l'Autorità provvede *“a stabilire per le concessioni affidate fino al 31 dicembre 2024 nonché per quelle di cui all'articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2 sistemi tariffari dei pedaggi basati sul metodo del price cap, con determinazione dell'indicatore di produttività X a cadenza quinquennale per ciascuna concessione; a definire gli schemi di concessione da inserire nei bandi di gara relativi alla gestione o costruzione; a definire gli schemi dei bandi relativi alle gare cui sono tenuti i concessionari autostradali per le nuove concessioni nonché per quelle di cui all'articolo 43, comma 1 e, per gli aspetti di competenza, comma 2; a definire gli ambiti ottimali di gestione delle tratte autostradali, allo scopo di promuovere una gestione plurale sulle diverse tratte e stimolare la concorrenza per confronto»*.

L'Autorità ha esercitato le funzioni di cui alla lettera g) mediante diversi atti di regolazione. Da ultimo, con le delibere n. 240/2025 e n. 241/2025, ha modificato, tra l'altro, la disciplina relativa alla metodologia di calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito, con decorrenza dal 1° gennaio 2026.

Con riferimento alla metodologia di determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito prevista dai sistemi tariffari dell'Autorità vigenti fino al 31 dicembre 2025, la delibera n. 139/2023 del 14 settembre 2023 ha aggiornato i

valori del tasso di remunerazione del capitale investito netto. Tali valori, applicabili nelle procedure di aggiornamento o revisione delle concessioni autostradali vigenti di cui all'articolo 43 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, nonché alle nuove concessioni, decorrono dalla data di pubblicazione della delibera e restano validi fino al successivo aggiornamento, da effettuarsi entro il 15 settembre dell'anno seguente.

La Sentenza del Consiglio di Stato dell'8 luglio 2026, n. 5457

Con la sentenza dell'8 luglio 2026, n. 5457, il Consiglio di Stato ha accolto gli appelli proposti da alcune società concessionarie autostradali¹ avverso la sentenza del Tar per il Piemonte n. 875/2025, che ha respinto (dopo averli riuniti) i 7 ricorsi autonomamente proposti in primo grado dalle citate società. Detti ricorsi erano volti ad ottenere l'annullamento dei seguenti atti:

- a) delibera n. 139/2023 del 14 settembre 2023 dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti;
- b) Allegato A alla delibera n. 139/2023 dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti e segnatamente dei paragrafi (i) 3.3 – premio al debito (ii) 3.5 – equity beta;
- c) ogni ulteriore atto a questi annesso, connesso presupposto e consequenziale, ivi compreso il documento “Metodologia per la determinazione del WACC nel settore autostradale” del 12 settembre 2023 predisposto dagli uffici dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti con particolare riferimento ai paragrafi 2.2.1.2 e 2.4.

Con riferimento al premio al debito, la sentenza 5457/2026, rileva, al paragrafo 6.2, che “[d]alla lettura degli atti impugnati non emergono in maniera sufficiente gli elementi che hanno portato alla decisione. Non si conoscono quali società sono state prese in considerazione e quali elementi di bilancio sono stati analizzati”. Il Consiglio di Stato precisa, tuttavia, che “[l]a conclusione appena esposta si guarda bene dall'entrare nel merito della discrezionalità tecnica (in un campo, peraltro, specialistico e complesso): semplicemente evidenzia la necessità di conoscere i dati che permettano di capire come la discrezionalità tecnica sia stata esercitata al fine di escludere l'esistenza di manifeste illogicità”.

Per quanto riguarda i *comparables*, la medesima sentenza solleva, al paragrafo 6.3, un difetto di motivazione e di istruttoria “anche con riferimento alle modalità di individuazione della componente equity beta”, osservando che “[n]on appare motivata in maniera sufficiente la decisione di introdurre nel paniere dei comparables SNAM e Terna e la contestuale decisione di escludere Vinci”. Il Consiglio di Stato ha inoltre ritenuto fondata, al paragrafo 6.5, “anche la censura sollevata dalle appellanti secondo la quale la modifica del paniere introdotta dalla Delibera 139/2023, prevedendo l'inclusione tra i comparables di Terna e SNAM originariamente motivatamente escluse, imponeva la rinnovazione da parte di ART di una specifica fase di consultazione che è stata invece illegittimamente omessa”.

Tanto premesso, in ottemperanza alla sentenza del Consiglio di Stato n. 5457/2026, con l'atto posto in consultazione l'Autorità interviene, pertanto, riesercitando il potere con riguardo al riscontrato difetto di motivazione e di istruttoria sulla determinazione del costo del capitale di debito e sulle modalità di individuazione della componente equity beta nonché al difetto di consultazione in ordine alla modifica del paniere dei *comparables*.

CALCOLO DEL PREMIO AL DEBITO

Preme innanzitutto ricordare che la metodologia contenuta nei sistemi tariffari applicabili alle ricorrenti², vigente nel 2023, prevede che il costo del debito sia calcolato, confrontando (1) il costo medio del debito rilevato dai dati settoriali con (2) il *risk-free rate*, giungendo a determinare il valore del premio al debito come differenza positiva tra i due valori.

¹ Società Autostrade Valdostane s.p.a. [appello n.r.g. 7465/2025], Autostrada dei Fiori s.p.a. [appello n.r.g. 7546/2025], Società Autostrada Tirrenica s.p.a. [appello n.r.g. 7739/2025], Società Tangenziale di Napoli s.p.a. [appello n.r.g. 7744/2025], Società Autostrada Ligure Toscana s.p.a. [appello n.r.g. 7756/2025], Raccordo Autostradale Valle d'Aosta s.p.a. [appello n.r.g. 7763/2025], Società Italiana Traforo Autostradale del Frejus s.p.a. [appello n.r.g. 7785/2025].

² Si veda, tra tutte, la delibera n. 65/2019 del 19 giugno 2019, recante “Sistema tariffario di pedaggio relativo alla Convenzione Unica ANAS S.p.A. - Società Autostrada Tirrenica p.A.” (https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2019/06/delibera-n.-64_All.-A.pdf) e, in particolare, la Misura 16.5, lettera b).

In buona sostanza, il premio al debito del 2% non è riconosciuto automaticamente, bensì viene calcolato come semplice differenza, come sopra evidenziato, e la percentuale del 2% costituisce esclusivamente il limite massimo applicabile.

Infatti, il sistema tariffario ART, riconosce al concessionario un costo del capitale di debito determinato sulla base del costo medio settoriale, calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti degli ultimi 5 anni disponibili.

Il valore riconosciuto è pari al *risk-free rate*, eventualmente maggiorato di un premio al debito, entro il limite massimo del 2%, qualora il costo medio settoriale del debito risulti superiore al *risk-free rate*.

Nel caso di specie, il costo medio settoriale del debito e il *risk-free rate* assumono, rispettivamente, i valori di seguito indicati:

- 1) 4,07% (cfr. Documento illustrativo “Determinazione costo del debito – anno 2023” per la disamina dei singoli valori);
- 2) 4,16% (cfr. Tabella 3, allegato A alla delibera 139/2023, https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2023/09/All.-A-delibera-n.-139_2023_signed.pdf, riga “Risk free rate nominale”).

Poiché il costo medio del debito settoriale desumibile dai bilanci, pari al 4,07%, risulta **inferiore** al *risk-free rate* rilevato negli ultimi 12 mesi disponibili, pari al 4,16%, si è determinato un valore di premio al debito per il settore pari a zero. Ciò, in linea con quanto rilevato nel settore aeroportuale, laddove, come successo nel settore autostradale per l'annualità precedente, – tramite la stessa metodologia e sulla base dei dati dei gestori aeroportuali – “[d]all’analisi dei bilanci del quinquennio 2018-2022 è stato rilevato un costo del debito inferiore al RFR e pertanto non sarà attribuito premio al debito” (pp. 3-4, www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2024/05/All.-A-delibera-n.-67_2024_signed.pdf).

Da ultimo, occorre ricordare che (misura 16.5, lettera b):

- il costo medio del capitale di debito è determinato sulla base del rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari delle società concessionarie autostradali;
- per quanto riguarda i debiti finanziari, si considera l’indebitamento finanziario medio lordo di periodo con riferimento ai debiti finanziari, escludendo le partite infragruppo e i rapporti con i soci
- con riguardo agli oneri finanziari, si assume la voce di conto economico “interessi ed altri oneri finanziari”, con riferimento ai debiti finanziari considerati;
- Il periodo di riferimento è considerato pari a cinque anni.

RIDETERMINAZIONE DEI COMPARABLES

Di seguito sono illustrati gli elementi posti in consultazione in merito alla composizione del paniere dei *comparables* per il calcolo del parametro β . Tale consultazione, è svolta in ottemperanza alla sentenza del Consiglio di Stato n. 5457/2026, ferma restando l’impostazione metodologica già adottata dall’Autorità.

1. Il parametro beta

Il costo del capitale proprio, o capitale di rischio, è il rendimento richiesto dagli azionisti per compensare il rischio connesso all’investimento nell’impresa. L’Autorità determina tale costo mediante il CAPM³, modello secondo cui, in un mercato competitivo, l’investitore richiede, rispetto al rendimento di un’attività priva di rischio, remunerata al relativo tasso (*risk-free rate* – RFR), un rendimento aggiuntivo a compensazione del rischio assunto, rappresentato dal premio per il rischio di mercato (*equity risk premium* – ERP).

³ *Capital asset pricing model* (CAPM), ossia il modello di valutazione utilizzato per determinare il livello di remunerazione ammissibile per il capitale degli azionisti dell’impresa.

Il RFR rappresenta il rendimento di un'attività considerata priva di rischio. Nella prassi regolatoria nazionale e internazionale, tale parametro è generalmente approssimato mediante il rendimento dei titoli di Stato con scadenza residua pari a dieci anni.

L'ERP, o premio per il rischio di mercato, rappresenta il rendimento aggiuntivo richiesto per investire in strumenti azionari di un determinato Paese o gruppo di Paesi rispetto al rendimento di attività prive di rischio, remunerate al RFR. Il parametro è stimato sulla base delle serie storiche di lungo periodo elaborate da Dimson et al. (DMS)⁴, la cui ampiezza consente di ottenere risultati più attendibili e meno influenzati da singoli eventi⁵.

Il premio per il rischio di mercato remunera esclusivamente il rischio non diversificabile, o sistemico, che interessa tutte le imprese di un sistema economico, come un aumento generalizzato del livello dei prezzi o uno shock macroeconomico dal lato della domanda. Viceversa, i rischi specifici, riferibili a una singola impresa o a un singolo settore, come la variazione del prezzo di un fattore produttivo impiegato in uno specifico comparto, possono invece essere ridotti o eliminati mediante la diversificazione del portafoglio e, pertanto, non devono essere inclusi nel premio per il rischio di mercato⁶. Proprio per questo, secondo il CAPM, il costo ammesso sul capitale di rischio è pari a $RFR + \beta_e * ERP$.

In sintesi, nel CAPM, l'ERP incide sul costo del capitale proprio in misura proporzionale al beta, che esprime la sensibilità del rendimento del capitale proprio del settore considerato alle fluttuazioni del mercato nel suo complesso e, quindi, la sua esposizione al ciclo economico. In particolare, il parametro beta "delle attività" (c.d. *asset beta*⁷) è la misura corretta della sensibilità al rischio sistemico, non diversificabile, ovvero di come detto rischio si riflette sul settore considerato rispetto alla media delle società presenti sul mercato⁸. In ragione di tale funzione, l'*asset beta* non è destinato a variare significativamente nel tempo: i concessionari autostradali operano infatti nell'ambito di concessioni di lungo periodo,

⁴ E. Dimson, P. Marsh e M. Staunton, (aa.vv.). Global Investment Returns Yearbook, Credit Suisse Research Institute/UBS; E. Dimson, P. Marsh e M. Staunton, (2002). Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press.

⁵ "Very long time series are needed to make inferences about returns. Since 1900, there have been several golden ages, as well as many bear markets; [...] Events that were traumatic at the time now just appear as setbacks within a longer-term secular rise" (cfr. DMS, "UBS Global Investment Returns Yearbook 2024", pp-22-23).

⁶ In proposito, è necessario rinviare a quanto evidenziato dalla Commissione Europea in tema di CAPM, all'interno di una comunicazione rilevante per la determinazione del WACC nei settori regolati (ossia la 2019/C375/01, pubblicata su [eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC1106\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC1106(01))):

"Secondo il presupposto fondamentale del CAPM, i rischi possono essere divisi in due categorie:

- rischi specifici o diversificabili: rischi che possono essere eliminati mediante diversificazione. I rischi specifici riguardano solitamente una singola impresa o un singolo settore, ad esempio una modifica del prezzo di un fattore produttivo utilizzato da una determinata impresa o in un determinato settore.
- rischi sistemici o non diversificabili: rischi che gravano su tutte le imprese di un sistema economico, ad es. variazioni dei tassi di interesse e dei livelli generali dei prezzi o shock macroeconomici dal lato della domanda.

Nel quadro del CAPM, i rischi specifici o diversificabili non dovrebbero essere presi in considerazione nella stima del costo del capitale, in quanto in mercati dei capitali efficienti gli investitori dovrebbero essere in grado di ridurre tali rischi detenendo un portafoglio di investimenti diversificato.

Per contro, i rischi sistemici non possono essere diversificati. Per questa ragione, nel quadro del CAPM il costo del capitale stimato riflette solo la compensazione per i rischi sistemici.

Ai sensi del CAPM, il costo del capitale proprio è la somma di RFR e ERP moltiplicata per il coefficiente beta. Il coefficiente beta viene incluso per riflettere la sensibilità specifica del capitale proprio nei confronti delle fluttuazioni di mercato e per compensarne gli effetti".

⁷ Come evidenziato dalla Commissione Europea nella già Citata Comunicazione 2019/C 375/01, il beta del capitale proprio (ossia l'*equity beta*) "[...] riflette il rischio sistemico a cui è esposta una società rispetto a una società media del mercato" (punto 45) e "[p]er confrontare i beta societari all'interno del gruppo di pari, è necessario convertire (rendendoli «unlevered») i rispettivi beta del capitale proprio in beta delle attività" (punto 48); infatti, i beta delle attività (*asset beta/unlevered beta*) "[...] riflettono il rischio sistemico delle imprese senza il rischio finanziario (ossia il rischio associato al livello di leva finanziaria)" (sempre punto 48), ovvero la "rischiosità pura", connessa al semplice esercizio di una specifica attività.

⁸ Cfr. punto 45 della Comunicazione della Commissione Europea sopra citata, laddove si afferma che l'*asset beta* non registra il rischio dell'attività dell'impresa in sé, ma "[...] riflette il rischio sistemico a cui è esposta una società rispetto a una società media del mercato".

sono caratterizzati da una domanda rigida e sono soggetti a un sistema tariffario regolato, volto a ridurre l'incertezza dei ricavi rispetto a un'impresa media operante sul mercato in regime concorrenziale.

Nella pratica, detto parametro è ottenuto per passaggi successivi, che sono di seguito riportati.

1. Per ciascuna società inclusa nel campione dei comparables, viene stimata - mediante un'analisi di regressione lineare - la relazione tra i rendimenti del titolo e i rendimenti di un indice di mercato⁹, che è utilizzato come *proxy* del mercato nel suo complesso. Il coefficiente angolare della regressione rappresenta l'*equity beta* della singola società (β_e^i), ossia la sensibilità del rendimento del suo capitale proprio alle variazioni del rendimento di mercato.
2. Al fine di creare un indice sintetico (un unico *equity beta*) riferibile al settore in esame a partire dai dati di società con strutture finanziarie e regimi fiscali differenti, ciascun *equity beta* viene preventivamente depurato, mediante il c.d. *delevering*, degli effetti connessi all'indebitamento e alla tassazione della singola impresa. Si ottengono così i corrispondenti *asset beta* (β_a^i), che esprimono il rischio sistemico delle attività indipendentemente dalla specifica struttura finanziaria.
3. I singoli *asset beta* sono quindi sintetizzati in un unico indice (β_a) mediante la media aritmetica. L'*asset beta* così ottenuto viene successivamente convertito nell'*equity beta* del settore autostradale (β_e) mediante l'applicazione della leva finanziaria e dell'aliquota fiscale proprie del settore autostradale italiano. A parità di esposizione al rischio sistemico, misurata dall'*asset beta*, un maggiore indebitamento e carico fiscale accrescono infatti il rischio sopportato dagli azionisti e, conseguentemente, il valore dell'*equity beta*.

2. Motivazioni dell'intervento

L'individuazione dei *comparables* costituisce un elemento essenziale per la corretta stima del parametro β e, conseguentemente, del costo del capitale proprio. Al riguardo, si ricostruiscono di seguito l'evoluzione del campione originariamente individuato nel 2019 e gli adeguamenti resi necessari dai successivi *delisting*.

Con l'adozione dei sistemi tariffari, per il calcolo dell'*asset beta* utilizzato nel 2019, pari a 0,369, è stato utilizzato un campione di imprese originariamente composto dalle società Atlantia, ASTM (già SIAS), Ferrovial e Vinci¹⁰.

Il campione contenuto nei sistemi tariffari è rimasto invariato fino al calcolo del WACC 2020 (cfr. https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2020/09/All.-A-delibera-n.-158_2020.pdf, pag. 6), determinando un valore di *asset beta*, calcolato sulla base delle rilevazioni giornaliere dei *comparables* per il periodo 3/9/2018 - 3/9/2020, pari a 0,394.

Nel calcolo del WACC 2021, a seguito del *delisting* di ASTM, avvenuto il 4 giugno 2021, l'Autorità ha sostituito detta società con Eiffage, importante operatore quotato sulla borsa di Parigi e attivo nel settore autostradale "sia in veste di realizzatore sia in veste di concessionario, in analogia con ASTM e gli altri comparabile"¹¹. Si evidenzia che, nell'ambito della definizione dei sistemi tariffari autostradali, tale impresa era inizialmente stata esclusa dal paniere, in quanto

⁹ Il riferimento utilizzato dall'ART è l'indice di mercato Europeo STOXX Europe 600. Come si evince dalla Relazione illustrativa alla delibera n. 16/2019: "il coefficiente beta si ottiene come stima del coefficiente di una regressione lineare, dove la variabile dipendente è il rendimento del titolo in esame mentre la variabile indipendente è il rendimento del mercato preso a riferimento, che in questo caso è rappresentato dall'Euro Stoxx 600" (cfr. pag. 25; pubblicata su: https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2019/02/RI-delibera-n.-16_2019.pdf).

¹⁰ Sulla base del valore di *equity beta* del WACC 2019 (pari a 0,59), nonché di leva finanziaria e di tassazione (pari, rispettivamente, a 0,79 e 24%), è possibile dedurre il valore di *asset beta* medio dei 4 *comparables* citati, pari a 0,369.

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{\left(1 + \frac{D}{E} \cdot (1 - t)\right)} = \frac{0,59}{(1 + 0,79 \cdot (1 - 24\%))} = 0,369 \quad \text{dove } \frac{D}{E} = \frac{g}{1 - g}$$

Si veda, tra tutte, la delibera n. 65/2019 del 19 giugno 2019, recante "Sistema tariffario di pedaggio relativo alla Convenzione Unica ANAS S.p.A. - Società Autostrada Tirrenica p.A." (https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2019/06/delibera-n.-64_All.-A.pdf), pag. 16-17).

¹¹ Cfr. paragrafo 3.5 dell'Allegato A alla delibera n. 120/2021, pubblicato su: https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2021/09/All.-A-delibera-n.-120_2021_signed.pdf.

avente *“come attività principale l'attività di costruzione e ingegneria civile”*¹². La successiva inclusione è stata disposta in coerenza con l'impostazione, già esposta nel 2019, secondo cui *“l'Autorità, al momento della determinazione dei parametri per il computo del WACC, debba riservarsi di effettuare le analisi tecnico-economiche anche con riguardo alla scelta dei comparables, al fine di rispecchiare al meglio la situazione registrata dai mercati finanziari”*¹³, tenuto conto del *delisting* e dell'esposizione di Eiffage nel settore in esame. In esito a tale modifica, l'*asset beta*, calcolato sulla base delle rilevazioni giornaliere dei *comparables* relative al periodo 13/08/2019 - 24/08/2021, è risultato pari a 0,416.

In occasione della determinazione del WACC 2022, sono stati confermati i *comparables* utilizzati l'anno precedente, mentre il periodo di osservazione è stato esteso da 2 a 5 anni, *“in considerazione dell'esigenza di catturare il rischio sistematico dell'attività, che è stato pressoché annullato con riferimento al biennio 2020-2021 tramite meccanismi compensativi della straordinaria contingenza che l'ha caratterizzato”*¹⁴. Sulla base del medesimo campione dell'anno precedente, l'estensione della finestra temporale di rilevazione ha condotto ad un *asset beta* pari a 0,383, calcolato sulla base delle rilevazioni giornaliere dei *comparables* relative al periodo 7/9/2017 – 7/9/2022. Il valore è risultato del tutto in linea con il valore del 2019, poiché la più ampia finestra di osservazione ha consentito di attenuare l'incidenza dell'eccezionale volatilità connessa alla pandemia da Covid-19, riflessa nell'*asset beta* calcolato nell'anno precedente, e di ottenere un parametro maggiormente rappresentativo delle condizioni attese per il periodo di applicazione decorrente dal 2023.

Nel 2023, in seguito all'ulteriore *delisting* di Atlantia, si è resa necessaria una nuova e complessiva rideterminazione del campione, operata con la delibera n. 139/2023, oggetto del contenzioso conclusosi con la sentenza del Consiglio di Stato alla cui ottemperanza si riferisce il presente procedimento¹⁵. Tale intervento non ha comportato una modifica della metodologia di calcolo del WACC, ma ha riguardato esclusivamente la composizione del campione, al fine di preservarne la rappresentatività e l'affidabilità statistica.

In tale prospettiva, l'Autorità ha confermato Eiffage e Ferrovial, già incluse nel precedente paniere, e ha ritenuto opportuno integrare il campione con SNAM e Terna, società italiane quotate operanti nella gestione di infrastrutture di rete sottoposte a regolazione economica. Contestualmente, al fine di mantenere invariata la numerosità del campione ed evitare una sovrarappresentazione di operatori caratterizzati da una maggiore esposizione ad attività non regolate, Vinci è stata esclusa, in ragione della sua struttura di business e del relativo livello di *asset beta*, ritenuti meno coerenti con l'obiettivo di stimare la rischiosità sistemica delle attività infrastrutturali regolate.

In sintesi, il *delisting* di ASTM/SIAS e, successivamente, di Atlantia ha fatto venir meno due elementi centrali del campione originariamente individuato nel 2019, rendendo necessario ricostituire un paniere idoneo a garantire la continuità delle stime e un adeguato livello di rappresentatività del rischio sistemico delle attività considerate. Il nuovo campione è stato pertanto definito in modo da consentire una stima attendibile della sensibilità dei rendimenti delle imprese comparabili alle variazioni del mercato nel suo complesso

Detto campione ha portato alla determinazione di un *asset beta* pari a 0,373, calcolato sulla base delle rilevazioni giornaliere dei *comparables* per il periodo 7/9/2017 – 7/9/2022, ossia sulla finestra temporale quinquennale, come *“allargata”* a partire dal calcolo del WACC 2022. Tale valore appare del tutto in linea con i valori determinati nel corso degli anni.

¹² Cfr. pag. 28 della Relazione istruttoria dei sistemi tariffari autostradali del 19 giugno 2019, pubblicata su: <https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2019/06/relazione-istruttoriaPdfA.pdf>.

¹³ Pag. 28 della citata Relazione istruttoria.

¹⁴ Cfr. paragrafo 3.5 dell'Allegato A alla delibera n. 154/2022, pubblicato su: https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2022/09/All.-A-delibera-n.-154_2022_signed.pdf.

¹⁵ *“Al 9 dicembre 2022 la società Atlantia ha effettuato il delisting, che comporta conseguentemente l'esclusione della stessa dai comparables. Come rappresentato nella delibera 120/2021, analoga circostanza aveva dato luogo all'esclusione anche dell'altra società italiana operativa nel settore autostradale (ASTM, già SIAS). Pertanto, il delisting di Atlantia rende necessaria la rideterminazione dell'intero campione di riferimento.”*. Cfr. paragrafo 3.5 dell'Allegato A alla delibera n. 139/2023, pubblicato su: https://www.autorita-trasporti.it/wp-content/uploads/2023/09/All.-A-delibera-n.-139_2023_signed.pdf.

3. Criteri per la selezione dei comparables

Con riferimento alla selezione dei *comparables*, la Misura 16.5, lettera c), stabilisce che il valore del coefficiente beta “[...] è determinato con un’analisi per confronto dei cosiddetti comparables, ossia dei coefficienti beta **di altre aziende o settori comparabili**”. La disposizione consente, pertanto, di individuare il campione non soltanto tra imprese appartenenti al medesimo settore, ma anche tra imprese operanti in settori comparabili sotto il profilo della rischiosità sistemica.

Ai fini della selezione, l'Autorità ritiene che le società incluse nel campione debbano, congiuntamente o prevalentemente, presentare un insieme di caratteristiche idonee ad assicurarne la comparabilità sotto il profilo della rischiosità sistemica:

- essere società quotate su mercati regolamentati;
- svolgere attività di gestione di infrastrutture caratterizzate da elevata intensità di capitale;
- operare in contesti regolati o soggetti a concessione di lungo periodo;
- disporre di adeguati livelli di capitalizzazione e liquidità dei titoli negoziati;
- assicurare la disponibilità delle informazioni necessarie alla determinazione dei parametri finanziari rilevanti.

L'Autorità ritiene inoltre opportuno privilegiare soggetti che esercitano prevalentemente attività infrastrutturali regolate. La presenza nel campione di imprese significativamente diversificate in attività non regolate è valutata tenendo conto dell'incidenza di tali attività sul relativo profilo di rischio. A tal fine, i valori di *asset beta* sono considerati quale elemento di riscontro della comparabilità risultante dall'applicazione dei criteri di selezione.

4. Composizione del campione posto in consultazione

Nel documento posto in consultazione, l'Autorità propone il campione di comparables composto da Ferrovial, Eiffage, Terna e SNAM. La proposta è sottoposta alla consultazione degli *stakeholders* al fine di acquisire osservazioni sulla composizione del campione, ferma restando la metodologia di determinazione del parametro beta.

L'individuazione di Ferrovial ed Eiffage¹⁶ è motivata dalla loro natura di operatori quotati esposti al settore delle concessioni infrastrutturali; l'inclusione di Terna e SNAM si fonda, invece, sulla loro attività di gestione di infrastrutture di rete sottoposte a regolazione economica¹⁷.

La composizione proposta valorizza, ai fini della stima dell'*asset beta*, non la formale appartenenza al medesimo settore, ma la comparabilità della rischiosità sistemica delle attività svolte. Sotto tale profilo, le attività infrastrutturali regolate sono accomunate da un'elevata intensità di capitale, da orizzonti concessori o regolatori di lungo periodo e da una minore esposizione alla volatilità dei mercati concorrenziali: caratteristiche rilevanti ai fini della determinazione del WACC autostradale.

A supporto di tale impostazione, assume rilievo il documento per la consultazione ARERA 342/2024/R/COM, nel quale si ritiene opportuno “considerare le imprese che presentino una **quota di ricavi da attività regolate almeno pari al 20%**”.

¹⁶ Nel 2022, ultimo anno di bilancio disponibile per il calcolo del WACC 2023, i risultati finanziari di Eiffage mostrano che il totale dei ricavi da concessioni è circa 3,3 miliardi su poco più di 20 totali, ossia pari 19,7% (cfr. https://www.eiffage.com/files/live/sites/eiffagev2/files/Eiffage_2022Annual_Results_AN.pdf, pag. 11), mentre i ricavi da concessioni (aeroporti e strade a pedaggio) di Ferrovial nel 2022 sono pari a circa l'11% (cfr. <https://informeanualintegrado2022.ferrovial.com/wp-content/uploads/sites/8/2023/02/ferrovial-integrated-annual-report-2022-business-performance.pdf>, pag. 1).

¹⁷ Nel 2022, ultimo anno di bilancio disponibile per il calcolo del WACC 2023, i risultati finanziari di Terna mostrano ricavi da attività regolate pari all'85% (https://www.terna-reports.it/2022/assets/pdf/Terna_RelazioneFinanziariaAnnuale22_Segnalibri.pdf#page=16, pag. 143), mentre i ricavi da attività regolate di Snam risultano pari al 76% (https://www.reports-snam.it/2022/relazione-finanziaria-annuale/wp-content/uploads/2023/06/7_Performance-del-2022.pdf, pag. 3).

Questa soglia comporta una potenziale sovrastima del beta dovuta al maggior rischio tipicamente associato alle attività non regolate” (<https://www.arera.it/fileadmin/allegati/docs/24/342-2024-R-com.pdf>, pag. 9, enfasi aggiunta). Tale principio è richiamato anche nel Working paper della Commissione Europea, secondo cui, quando un’impresa svolge anche attività non regolate, i relativi parametri finanziari riflettono il rischio medio dell’insieme delle attività esercitate e non esclusivamente quello associato ai servizi regolati¹⁸.

Poiché Eiffage e Ferrovial presentano una quota di ricavi da attività regolate inferiore al 20%, l’Autorità ritiene necessario affiancare a tali società Terna e SNAM, per le quali la medesima quota è, per contro, superiore al 75%. Sebbene queste ultime non operino nel settore delle infrastrutture di trasporto di persone, la loro inclusione è coerente con la Misura 16.5, lettera c), che consente di determinare il coefficiente beta anche sulla base di “settori comparabili”. L’integrazione mira, pertanto, a bilanciare nel campione la prossimità al settore autostradale e la prevalenza di attività sottoposte a regolazione economica.

Il campione proposto risulta pertanto composto, per il 50%, da società operanti in misura preponderante in settori infrastrutturali sottoposti a regolazione, ancorché diversa da quella autostradale, e, per il restante 50%, da società attive nel settore autostradale con una quota di ricavi da attività regolate inferiore al 20%. Tale composizione consente di contemperare la prossimità settoriale con la prevalenza delle attività regolate, ai fini di una più attendibile stima della rischiosità sistemica rilevante per il settore autostradale.

Si evidenzia che Terna e SNAM non erano state incluse nel campione originario in quanto, in presenza di SIAS e Atlantia, era possibile assicurare un’adeguata rappresentazione delle attività infrastrutturali regolate privilegiando società operanti nel settore autostradale italiano. Il successivo delisting di entrambi gli operatori ha fatto venir meno il presupposto fattuale di tale scelta. In tale mutato contesto, la mancata appartenenza di Terna e SNAM al settore autostradale non è stata ritenuta di per sé ostativa, poiché la Misura 16.5, lettera c), consente il confronto con aziende o settori comparabili e la comparabilità rilevante ai fini dell’asset beta attiene all’esposizione al rischio sistemico delle attività esercitate.

L’Autorità ritiene che la diversa tipologia di servizio regolato non sia, di per sé, ostativa alla comparabilità, atteso che la Misura 16.5, lettera c), consente di determinare il coefficiente beta mediante il confronto con aziende o settori comparabili. Ai fini della stima dell’asset beta, assume infatti rilievo non la mera coincidenza merceologica delle attività esercitate, bensì la comparabilità della relativa esposizione al rischio sistemico. La significativa prevalenza di attività infrastrutturali regolate, unitamente alle ulteriori caratteristiche sopra richiamate, consente pertanto di ritenere SNAM e Terna idonee a rappresentare nel campione la componente di rischio propria delle attività regolate.

I valori di *asset beta* rilevati nel 2023 forniscono un riscontro dei differenti profili di rischio delle società considerate. Terna e SNAM, operanti prevalentemente in attività infrastrutturali regolate, presentano i valori più contenuti, rispettivamente pari a 0,261 e 0,301; Ferrovial ed Eiffage, caratterizzate dalla prevalenza di attività non regolate ma dotate di una significativa affinità con il settore autostradale, registrano valori intermedi, pari rispettivamente a 0,398 e 0,531. Vinci presenterebbe invece, per il periodo considerato, un *asset beta* pari a 0,800, nettamente superiore sia a quello delle società prevalentemente regolate sia a quello degli altri operatori con esposizione al comparto autostradale. Tale valore riflette – per il periodo analizzato – un diverso profilo di rischio complessivo derivante dalla maggiore diversificazione e dalla più elevata incidenza delle attività non regolate, già rilevanti in base ai criteri applicati ex ante.

¹⁸ “[...] when setting the WACC, the objective is to assess the risks and returns of the regulated services. In contrast, an electronic communications company is present in many markets and offers many unregulated services. This means that a company’s parameter values will reflect the risk of the average project of that company rather than that of the specific regulated service(s).” (cfr. Commission Staff Working Document Accompanying the document “COMMUNICATION FROM THE COMMISSION - Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission’s review of national notifications in the EU electronic communications sector”, Brussels, 5.11.2019 SWD(2019) 397 final, pag. 73, disponibile al link <https://digitalstrategy.ec.europa.eu/en/library/commission-publishes-notice-calculation-cost-capital-legacy-infrastructure>, nella sezione “Downloads”).

La mancata inclusione di Vinci deriva dall'applicazione dei medesimi criteri di selezione utilizzati per le altre società considerate. Pur essendo il gruppo presente nel settore delle concessioni autostradali, il suo profilo economico e finanziario riflette un insieme ampio ed eterogeneo di attività, comprendente, oltre alle concessioni, rilevanti attività di costruzione, servizi energetici e altre attività esercitate in mercati concorrenziali. Il parametro finanziario riferito al gruppo incorpora pertanto il rischio medio dell'intero portafoglio di attività e non consente di isolare il rischio sistemico riconducibile alle sole attività autostradali o, più in generale, alle infrastrutture regolate. La minore comparabilità di Vinci non discende, pertanto, dalla sola incidenza percentuale dei ricavi da attività regolate, considerato che anche Eiffage e Ferrovial, al pari di Vinci, presentano una quota inferiore al 20%, bensì dal profilo di rischio sistemico dell'insieme medio delle attività e dei progetti svolti nel periodo considerato, quale riflesso nell'*asset beta*.

Torino, 19 ottobre 2026

Il Responsabile del Procedimento

Roberto Piazza

(documento firmato digitalmente ai sensi del d.lgs. 82/2005)