

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

data 15.11.2024
prot. n. 35979/24
rif. nota

c.a. Egregio Presidente
Nicola Zaccheo

pec@pec.autorita-trasporti.it

CC/PF/EG/EBA/fz/rl

allegati: *OSSERVAZIONI_ART.docx*

trasmissione PEC

OGGETTO: Delibera n. 140/2024 del 23 ottobre 2024.

Avvio del procedimento e indizione della consultazione pubblica sugli elementi per la definizione dello schema di concessione e del sistema tariffario di pedaggio basato sul metodo del *price cap* con determinazione dell'indicatore di produttività X a cadenza quinquennale relativi alla tratta autostradale A22 Brennero-Modena.

OMISSIS

E
AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI TRASPORTI
Protocollo N. 0117187/2024 del 15/11/2024

Elementi per la definizione dello schema di concessione e sistema tariffario di pedaggio basato sul metodo del price cap con determinazione dell'indicatore di produttività X a cadenza quinquennale relativi alla tratta autostradale A22 Brennero-Modena.

Mittente: Autostrada del Brennero S.p.A.

Quadro sinottico delle osservazioni ai sensi dell'Allegato B alla Delibera N. 140/2024.

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
1	1.2	2. Nella previsione relativa all'oggetto le parti convengono altresì che i lavori il cui valore va quantificato nella documentazione di gara e inserito nel Piano Economico Finanziario [che costituisce specifico allegato alla convenzione], è da intendersi fisso ed invariabile, fatte salve le ipotesi di cui all'articolo 189 del Codice.	2. Nella previsione relativa all'oggetto le parti convengono altresì che i lavori il cui valore va quantificato nella documentazione di gara e inserito nel Piano Economico Finanziario [che costituisce specifico allegato alla convenzione], è da intendersi fisso ed invariabile, fatte salve le ipotesi di cui all'articolo 189 del Codice.	<p>La concessione non prevede una fase di lavori unica e "isolata" dalle altre fasi e, pertanto, anche gli istituti della sospensione e della proroga non possono essere applicati tout court. Si propone di utilizzare criteri di valorizzazione dei lavori che tengano conto dei reali costi al momento nel quale tali lavori saranno effettivamente progettati secondo il cronoprogramma. Si insiste nel criterio utilizzato nella clausola 30.4 della bozza di convenzione sottoposta con la proposta.</p> <p>La misura in questione non riflette le reali modalità di esecuzione del progetto in quanto, come emerge dalla stessa bozza di convenzione sottoposta in fase di proposta da Autobrennero , (1) l'investimento complessivo previsto consiste in una serie di "lavori di costruzione" e non una sola determinata opera; (2) le opere prospettate nella proposta in <i>project financing</i> di Autobrennero (assimilabili ai lavori solo ad alcuni fini della regolamentazione) sono distribuite su un arco temporale tale da non consentire una quantificazione al momento della sottoscrizione della convenzione, essendo il concessionario tenuto all'utilizzo del prezzario Anas vigente <i>ratione temporis</i>. L'importo dei singoli lavori subirà pertanto variazioni a causa di fattori esterni ed in parte non prevedibili al momento dell'offerta, che possono manifestarsi in seguito all'aggiudicazione della gara. Tra questi rientrano, ad esempio, oltre al naturale andamento inflattivo, eventuali ritardi nel subentro effettivo nella gestione dell'infrastruttura, aumenti nei costi di materiali e manodopera, nuove esigenze/disposizioni del concedente in materia di investimenti, e altri elementi analoghi.</p> <p>La modifica proposta si pone in analogia con quanto riportato alla Misura 21, in cui si propone di eliminare dall'ambito del rischio di costruzione o a carico del Concessionario le variazioni intervenute per modifiche disposte o autorizzate dal Concedente, determinate da revisioni prezzi disposte da</p>

				ANAS/Enti territoriali, o in forza di norme specifiche.
2	2.1	1. La durata complessiva della concessione, che decorre dalla data di registrazione da parte della Corte dei conti del decreto del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, di approvazione della relativa convenzione, è articolata, specificandone il numero di mesi/anni, secondo le seguenti fasi: a) progettazione delle opere e/o degli interventi di manutenzione straordinaria da realizzare; b) realizzazione delle opere e/o degli interventi di manutenzione straordinaria da realizzare; c) gestione funzionale delle infrastrutture autostradali oggetto della concessione, che si esplica per l'intera durata della concessione.	. La durata complessiva della concessione, che decorre decorrente dalla data di registrazione del decreto di approvazione della Convenzione da parte della Corte dei conti del decreto del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, di approvazione della relativa convenzione, è articolata, specificandone il numero di mesi/anni, secondo le seguenti fasi: a) progettazione delle opere e/o degli interventi di manutenzione straordinaria da realizzare; b) realizzazione delle opere e/o degli interventi di manutenzione straordinaria da realizzare; c) gestione funzionale delle infrastrutture autostradali oggetto della concessione, che si esplica per l'intera durata della concessione è stabilita in [...] anni complessivi riferendosi esclusivamente alla gestione e manutenzione delle infrastrutture autostradali esistenti, senza fasi di progettazione o costruzione se non espressamente previste nel Piano Economico Finanziario	La proposta di modifica della Misura, riflette le reali modalità di esecuzione del progetto, che prevede un investimento complessivo a carico del concessionario articolato in una serie di interventi distinti.
2	2.3	3. Lo schema di concessione disciplina puntualmente gli istituti della sospensione dei lavori e della proroga degli stessi, nel rispetto dell'articolo 121 del Codice.	. 3. Lo schema di concessione disciplina puntualmente gli istituti della sospensione dei lavori e della proroga degli stessi di ogni singolo intervento , nel rispetto dell'articolo 121 del Codice.	La proposta di modifica della Misura, riflette le reali modalità di esecuzione del progetto, che prevede un investimento complessivo a carico del concessionario articolato in una serie di interventi distinti.
3	3.1	1. Al riguardo, anche ai fini della	1. Al riguardo, anche ai fini della	Ai fini di una maggiore chiarezza, si richiede di esplicitare

		<p>definizione degli effettivi livelli tariffari, lo schema di concessione prevede che:</p> <p>a) nell'ambito del rischio operativo, il rischio traffico è assunto dal concessionario sulla base della stima risultante dall'esito degli atti di gara;</p> <p>b) il concessionario si obbliga a far gravare gli effetti economici correlati al rischio traffico esclusivamente sulla gestione economica della pertinente tratta autostradale.</p>	<p>definizione degli effettivi livelli tariffari, lo schema di concessione prevede che:</p> <p>a) nell'ambito del rischio operativo, il rischio traffico è assunto dal concessionario sulla base della stima risultante dall'esito degli atti di gara, sogetta ad aggiornamento periodico quinquennale al termine di ogni periodo regolatorio;</p> <p>b) il concessionario si obbliga a far gravare gli effetti economici correlati al rischio traffico esclusivamente sulla gestione economica della pertinente tratta autostradale.</p>	<p>nell'ambito della Misura 3 la previsione secondo cui, al termine di ogni periodo regolatorio, le stime di traffico inserite nel PEF sono soggette ad aggiornamento, in coerenza con quanto previsto nelle stesse Definizioni della Delibera ART, di cui al punto 2 ,le quali indicano che il "Periodo Regolatorio" corrisponde a: <i>"il periodo di cinque anni, al termine del quale sono soggetti ad aggiornamento il Piano Economico Finanziario ed il Piano Finanziario Regolatorio, nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti nel presente documento, anche correlativamente alla revisione dei parametri del price cap (tra i quali i costi – meglio definiti alla Misura 12 punto 4,– riferibili all'Anno base, le previsioni di traffico e l'indicatore di produttività X) e del WACC"</i>.</p> <p>Laddove invece le stime offerte in sede di gara fossero da considerarsi fisse e invariabili per tutta la durata della concessione, si evidenzia che questa impostazione comporterebbe un'allocazione di rischio totalmente asimmetrica a carico del concessionario, anche alla luce della misura di <i>revenue sharing</i>, di cui alla Misura 33 della delibera stessa, la quale prevede un sistema di restituzione di parte dei maggiori ricavi derivanti da volumi di traffico effettivi superiori rispetto alle previsioni.</p> <p>L'allocazione del rischio traffico per l'intera durata della concessione, combinata con il meccanismo di <i>revenue sharing</i>, espone chiaramente il concessionario a potenziali perdite per tutta la durata della concessione che non verrebbero oltretutto compensate nell'ambito del modello tariffario, con effetti negativi sull'equilibrio della concessione e, in generale, sull'attrazione dei capitali.</p> <p>La modifica proposta, inoltre, è in linea con la versione dello schema di concessione sottoposto al MIT, sul quale lo stesso non ha avanzato rilievi.</p>
3	3.2	<p>2.Le parti conseguentemente convengono che, a fronte dell'eventuale riduzione degli effettivi volumi di traffico rispetto ai valori stimati derivanti dall'applicazione delle metodologie descritte al Titolo 2 del presente atto, riportati nell'apposito prospetto del Piano Economico Finanziario, il concessionario non ha diritto a richiedere la revisione del piano</p>	<p>2.Le parti conseguentemente convengono che, a fronte dell'eventuale riduzione degli effettivi volumi di traffico rispetto ai valori stimati derivanti dall'applicazione delle metodologie descritte al Titolo 2 del presente atto, riportati nell'apposito prospetto del Piano Economico Finanziario, il concessionario non ha diritto a richiedere la revisione del piano</p>	<p>Si propone inoltre di chiarire che, nel caso in cui la riduzione dei volumi di traffico sia dovuta a eventi di forza maggiore, ovvero a eventi straordinari e imprevedibili non imputabili al concessionario che incidono sull'equilibrio del piano economico finanziario, il concessionario ha diritto a chiedere la revisione del Piano Economico Finanziario, in conformità con quanto previsto all'art. 192 del nuovo Codice Appalti.</p> <p>L'assunzione del rischio traffico per tutti gli anni della concessione non appare sostenibile dato che il Concessionario ha scarso o nullo controllo sulla variabile traffico, largamente</p>

		stesso.	stesso, se non in presenza di eventi imprevedibili al di fuori del controllo del concessionario stesso o per cause di forza maggiore.	<p>dipendente dal contesto macroeconomico e da eventi imprevedibili o riconducibili a cause di forza maggiore, come è stato nel caso, ad esempio, della pandemia da Covid-19.</p> <p>La revisione dovrà consentire la permanenza dei rischi trasferiti in capo al concessionario e delle condizioni di equilibrio economico finanziario relative al contratto. Si ritiene utile sottolineare, a tal proposito, che il mantenimento dell'equilibrio economico finanziario non opera soltanto nell'interesse del concessionario ma anche e soprattutto dell'utenza, data la natura pubblica del rapporto concessorio</p> <p>La modifica proposta, inoltre, è in linea con la versione dello schema di concessione sottoposto al MIT, sul quale lo stesso non ha avanzato rilievi.</p>
5	5.4	<p>4. Al riguardo, anche ai fini della definizione degli effettivi livelli tariffari, lo schema di concessione precisa che sono a carico del concessionario i rischi inerenti alle fasi di progettazione (qualora sia posto a base di gara il quadro esigenziale) e costruzione, declinati in modo da ricomprensivi quantomeno le seguenti tipologie:</p> <p>a) rischio di progettazione;</p> <p>b) rischio di esecuzione dell'opera difforme dal progetto;</p> <p>c) rischio di aumento del costo dei fattori produttivi o di inadeguatezza o indisponibilità di quelli previsti nel progetto;</p> <p>d) rischio di errata valutazione dei costi e tempi di costruzione;</p> <p>e) rischio di inadempimenti contrattuali di fornitori e subappaltatori;</p> <p>f) rischio di inaffidabilità e inadeguatezza della tecnologia utilizzata.</p>	<p>4. Al riguardo, anche ai fini della definizione degli effettivi livelli tariffari, lo schema di concessione precisa che sono a carico del concessionario disciplina i rischi inerenti alle fasi attività di progettazione (qualora sia posto a base di gara il quadro esigenziale) e costruzione, che sono a carico del concessionario nei limiti previsti dallo stesso schema di Convenzione, declinati in modo da ricomprensivi quantomeno le seguenti tipologie:</p> <p>a) rischio di progettazione;</p> <p>b) rischio di esecuzione dell'opera difforme dal progetto;</p> <p>c) rischio di aumento del costo dei fattori produttivi o di inadeguatezza o indisponibilità di quelli previsti nel progetto, fatte salve le misure di mitigazione di eventi inflazionistici, imprevisi e rilevanti;</p> <p>d) rischio di errata valutazione dei costi e tempi di costruzione;</p> <p>e) rischio di inadempimenti contrattuali di fornitori e subappaltatori;</p> <p>f) rischio di inaffidabilità e inadeguatezza della tecnologia</p>	<p>Le modifiche proposte:</p> <ul style="list-style-type: none"> - rispecchiano la circostanza che il concessionario, pur supportando i rischi elencati, è destinatario di alcuni meccanismi di mitigazione in specifici casi; - è in linea con la versione dello schema di concessione sottoposto al MIT, sul quale lo stesso non ha avanzato rilievi.

8	8.1	<p>1. Nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF, l'Autorità verifica che il PEF elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio e in conformità al presente atto di regolazione, assicurati, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario.</p> <p>2. La verifica dell'equilibrio economico-finanziario avviene attraverso la valutazione dei seguenti indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria:</p> <p>a) Tasso interno di rendimento di progetto (TIR di progetto): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento assicurato dai flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations), così come individuati nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende al costo medio ponderato del capitale (WACC). Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media del valore applicato in ciascun</p>	<p>utilizzata.</p> <p>1. Nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF, l'Autorità verifica che il PEF elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio e in conformità al presente atto di regolazione, assicurati, nel rispetto dei principi di efficienza produttiva delle gestioni e di contenimento dei costi per gli utenti, il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto, in ragione dell'effettivo rischio operativo assunto dal concessionario.</p> <p>2. La verifica dell'equilibrio economico-finanziario avviene attraverso la valutazione dei seguenti indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria:</p> <p>a) Tasso interno di rendimento di progetto (TIR di progetto): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento assicurato dai flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations), così come individuati nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende al costo medio ponderato del capitale (WACC). Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media, ponderata per il CIN, del valore</p>	<p>Si fa presente, in termini più generali, che le Linee Guida ANAC n.9 del marzo 2018 prevedono che la valutazione dell'equilibrio economico finanziario del PEF avvenga attraverso gli indicatori VAN di Progetto, TIR di Progetto e TIR dell'Equity:</p> <p>a) l'equilibrio economico-finanziario è verificato quando, dato un tasso di congrua remunerazione del capitale investito, il valore attuale netto dei flussi di cassa del progetto (Valore Attuale Netto o VAN del progetto) è pari a zero, e il Tasso Interno di Rendimento di progetto ("TIR di progetto") è uguale al Costo medio ponderato del capitale (WACC);</p> <p>b) alternativamente, l'equilibrio è verificato quando il TIR dell'Equity coincide con il costo atteso del capitale investito.</p> <p>Analogamente, il contratto standard per l'affidamento della progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche, approvato dall'ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato nel 2021 afferma che:</p> <p><i>"Il Contratto è in equilibrio economico e finanziario quando, al momento della stipula, i flussi positivi previsti del progetto, generati dai ricavi, sono in grado di coprire i flussi negativi previsti, generati dai costi di investimento, di gestione e dalla remunerazione del capitale investito (mezzi propri e debito)."</i></p> <p>Si condivide pertanto, a fini di semplificazione delle modalità di verifica dell'equilibrio di non considerare il VAN del Progetto, ma solo il TIR di Progetto e il TIR dell'Equity. Si propone di eliminare il riferimento al ROIC in quanto tale indicatore non è previsto da nessuno dei due documenti sopra menzionati e risente dei principi contabili con cui viene redatto il bilancio. Inoltre, tale indicatore non risulta idoneo a riflettere accuratamente la redditività effettiva del concessionario e, pertanto, risulta poco utile per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario del Piano Economico Finanziario (PEF).</p> <p>Evidenziamo infatti che a livello regolatorio la verifica dell'equilibrio finanziario richiede un TIR di Progetto che tende al WACC medio e un TIR dell'Equity che tende al Re medio. Questo calcolo richiede necessariamente, ai fini della verifica della neutralità economico finanziaria, che la</p>
---	-----	---	---	---

		<p>periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della concessione;</p> <p>b) Return on Invested Capital (ROIC) medio: indica il valore medio del rapporto, calcolato per ciascun esercizio a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, fra il risultato operativo scaturente dall'attività autostradale, e la quota di capitale investito netto del concessionario afferente alla medesima attività. Tale valore medio per l'intero periodo considerato si ottiene ponderando il ROIC calcolato in ciascun anno del periodo considerato con il relativo capitale investito netto della medesima annualità. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il ROIC medio di concessione tende al costo medio ponderato del capitale (WACC) per l'intero periodo considerato. Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della concessione;</p> <p>c) Tasso interno di rendimento dell'Equity (TIR Equity): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE - Free Cash Flow to Equity pre dividend-policy), così come</p>	<p>applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della concessione;</p> <p>b) Return on Invested Capital (ROIC) medio: indica il valore medio del rapporto, calcolato per ciascun esercizio a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, fra il risultato operativo scaturente dall'attività autostradale, e la quota di capitale investito netto del concessionario afferente alla medesima attività. Tale valore medio per l'intero periodo considerato si ottiene ponderando il ROIC calcolato in ciascun anno del periodo considerato con il relativo capitale investito netto della medesima annualità. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il ROIC medio di concessione tende al costo medio ponderato del capitale (WACC) per l'intero periodo considerato. Il costo medio ponderato del capitale è individuato come media del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della</p>	<p>capitalizzazione delle Poste Figurative venga effettuata al WACC e che la remunerazione dell'eventuale Valore di Subentro venga anche essa effettuata al WACC. La proposta di capitalizzare al tasso di inflazione le Poste Figurative correlate ai costi del capitale e di remunerare il Valore di Subentro al costo del debito non consente di ottenere un TIR di Progetto che tende al WACC medio e un TIR dell'Equity che tende al <i>Re</i> medio.</p> <p>Infine, tali indici per loro natura sono variabili e potrebbero presentare scostamenti anche rilevanti nel corso dell'affidamento. Si ritiene necessario quindi specificare meglio i meccanismi di aggiornamento quando gli indici saranno ricalcolati su valori consuntivi.</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende al costo medio ponderato del capitale (WACC). Il costo medio <u>ponderato del capitale è individuato come media, ponderata per il CIN, del valore applicato in ciascun periodo regolatorio, a partire dal primo anno di applicazione del Sistema tariffario dell'Autorità, e fino alla scadenza della concessione;</u> - <u>L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR Equity tende al costo ammesso sul capitale proprio (<i>Re</i> medio) a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Il <i>Re</i> medio per l'intera concessione è individuato come media, ponderata per il capitale proprio, del <i>Re</i> applicato in ciascun periodo regolatorio;</u> <p>A supporto di questo approccio, si richiamano le Linee Guida ANAC n. 9 e la relazione illustrativa del contratto <i>standard</i> per l'affidamento di progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche, approvato da ANAC e Ragioneria Generale dello Stato nel 2021, richiamata dalla stessa ART nella Verifica di Impatto della Regolazione (p. 88), allegata alla Delibera n. 62/2024.</p> <p>In ogni caso, qualora ART decidesse di mantenere il riferimento a tale indicatore, si rileva che le modalità di calcolo dell'indice ROIC andrebbero rettifiche in quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La delibera stabilisce che l'equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il ROIC medio di
--	--	---	--	--

		<p>individuato nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, tenendo in considerazione il capitale proprio (Equity) dagli stessi investito nell'iniziativa. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR Equity tende al costo ammesso sul capitale proprio (<i>Re</i> medio) a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Il <i>Re</i> medio per l'intera concessione è individuato come media del <i>Re</i> applicato in ciascun periodo regolatorio;</p> <p>d) Debt service cover ratio (DSCR): indica, in termini adimensionali, per ciascuna annualità interessata dal rimborso di quote di debito verso soggetti finanziatori, il rapporto fra i) il flusso di cassa operativo di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations) così come individuato nel PEF per tale annualità, e ii) il servizio del debito, comprensivo di quota capitale e quota interessi, individuato nel PEF per la medesima annualità. La sostenibilità del debito è assicurata quando la media dell'indicatore DSCR, per il periodo considerato, è superiore a 1,3;</p> <p>e) Loan life cover ratio (LLCR): indica, in termini adimensionali, per ciascuna annualità interessata dal rimborso di quote di debito verso soggetti finanziatori, il</p>	<p>concessione;</p> <p>c) Tasso interno di rendimento dell'Equity (TIR Equity): indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento del flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE - Free Cash Flow to Equity pre dividend-policy o altra metodologia ritenuta più appropriata), così come individuato nel PEF a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, tenendo in considerazione il capitale proprio (Equity) dagli stessi investito nell'iniziativa. L'Equilibrio economico-finanziario è assicurato quando il TIR Equity tende al costo ammesso sul capitale proprio (<i>Re</i> medio) a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Il <i>Re</i> medio per l'intera concessione è individuato come media, <u>ponderata per il capitale proprio</u>, del <i>Re</i> applicato in ciascun periodo regolatorio;</p> <p>d) Debt service cover ratio (DSCR): indica, in termini adimensionali, per ciascuna annualità interessata dal rimborso di quote di debito verso soggetti finanziatori, il rapporto fra i) il flusso di cassa operativo di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations) così come individuato nel PEF per tale annualità, e ii) il servizio del debito, comprensivo di quota capitale e quota interessi, individuato nel PEF per la medesima annualità. La</p>	<p>concessione, calcolato come media ponderata del rapporto annuo tra il risultato operativo e il capitale investito netto, tende al WACC per l'intero periodo considerato;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tuttavia, per le modalità di calcolo delle tariffe e delle poste figurative previste dal modello tariffario, si segnala che l'uguaglianza tra ROIC e WACC può essere verificata solamente a condizione che nel calcolo del capitale investito netto venga incluso ogni anno il saldo di poste figurative esistente. <p>Con riferimento al punto 2, lettera c) si rileva che sebbene il TIR Equity sia tra gli indicatori utilizzati anche dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti ("MIT") e dal NARS al fine di valutare l'equilibrio economico-finanziario delle concessioni, tale indicatore, per come attualmente declinato nella Misura, presenta numerosi elementi di criticità dati dal fatto che la sua misurazione sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti può risultare di fatto distorta a fronte di ad esempio:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La presenza di attività svolte dalla concessionaria al di fuori dell'ambito autostradale (attività non pertinenti); • Vincoli di carattere regolatorio, finanziario e patrimoniale che di fatto limitano la distribuzione effettiva dei dividendi, per cui l'effettivo TIR dell'azionista potrebbe risultare di fatto sostanzialmente diverso rispetto a quello calcolato sui flussi di cassa disponibili. <p>A tal proposito, si suggerisce all'Autorità di inserire un inciso nella definizione del TIR Equity al fine di prevedere la possibilità di calcolare tale parametro sulla base di una metodologia più coerente con l'effettiva distribuzione degli utili prevista in ciascun piano economico-finanziario, prevedendo anche – se del caso – che tale metodologia venga definita, e condivisa con l'Autorità, <i>ex-ante</i> caso per caso. Ad esempio, si suggerisce la possibilità che il TIR Equity venga calcolato con il <i>Dividend Discount Model</i>, che più opportunamente rappresenta i flussi dei dividendi previsti dagli azionisti.</p> <p>Si condividono i margini di oscillazione previsti per ciascun indicatore che devono essere calcolati, nel caso del TIR di progetto e del TIR Equity al netto degli effetti della Misura 33, e nel caso del DSCR e LLCR al lordo degli effetti della Misura 33,</p>
--	--	---	---	---

	<p>rapporto fra i) il valore attuale netto della somma dei flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations) misurati a partire da tale annualità e fino all'ultimo anno di rimborso del debito, scontati al costo ammesso sul capitale di debito (R_d); ii) la somma degli importi erogati e non rimborsati relativi ai medesimi finanziamenti, valutati alla medesima annualità. La sostenibilità del debito è assicurata quando la media dell'indicatore LLCR, per il periodo considerato è superiore a 1,5.</p> <p>3. Ai fini della verifica di cui al punto 1, per ciascun indicatore di cui al punto 2 sono individuati i seguenti margini di tolleranza in relazione al rispettivo benchmark di riferimento, da assumere al netto degli effetti della Misura 33:</p> <p>a) TIR di progetto: da -70 a +120 punti base;</p> <p>b) ROIC: da -70 a +120 punti base;</p> <p>c) TIR Equity: da -70 a +120 punti base;</p> <p>d) DSCR: -0,1;</p> <p>e) LLCR: -0,3;</p> <p>4. Per la società di progetto/scopo eventualmente da costituire, ai fini della verifica dell'equilibrio economico finanziario della concessione è individuato come indicatore di convenienza economica il solo tasso di rendimento dei flussi di cassa liberi per gli azionisti (TIR Equity) di cui al punto 2, lettera c), fermo restando l'utilizzo degli indicatori di sostenibilità finanziaria</p>	<p>sostenibilità del debito è assicurata quando la media dell'indicatore DSCR, per il periodo considerato, è superiore a 1,3;</p> <p>e) Loan life cover ratio (LLCR): indica, in termini adimensionali, per ciascuna annualità interessata dal rimborso di quote di debito verso soggetti finanziatori, il rapporto fra i) il valore attuale netto della somma dei flussi di cassa operativi di progetto (FCFO – Free Cash Flow from Operations) misurati a partire da tale annualità e fino all'ultimo anno di rimborso del debito, scontati al costo ammesso sul capitale di debito (R_d); ii) la somma degli importi erogati e non rimborsati relativi ai medesimi finanziamenti, valutati alla medesima annualità. La sostenibilità del debito è assicurata quando la media dell'indicatore LLCR, per il periodo considerato è superiore a 1,5.</p> <p>3. Ai fini della verifica di cui al punto 1, per ciascun indicatore di cui al punto 2 sono individuati i seguenti margini di tolleranza in relazione al rispettivo benchmark di riferimento, da assumere al netto degli effetti della Misura 33:</p> <p>a) TIR di progetto: da -70 a +120 punti base;</p> <p>b) ROIC: da -70 a +120 punti base;</p> <p>c) TIR Equity: da -70 a +120 punti base;</p> <p>d) DSCR: -0,1;</p> <p>e) LLCR: -0,3;</p> <p>4. Per la società di progetto/scopo</p>	<p>in considerazione delle differenti finalità di tali indicatori. Gli indici devono considerare i flussi di casa netti, per quando riguarda i tassi di rendimento, e i flussi di cassa lordi, per quanto riguarda gli indici di bancabilità.</p> <p>Infine, si ritiene che non si debba prevedere un trattamento differenziato per le società di progetto rispetto alle altre concessionarie e quindi di basare anche per queste ultimela verifica dell'equilibrio economico finanziario della concessione sul TIR di Progetto, in linea con le migliori prassi regolatorie del settore. Si evidenzia infatti che la metodologia che richiede di verificare l'equilibrio della concessione sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti (TIR Equity), a confronto con il rendimento dell'Equity di settore, implica alcune importanti criticità di carattere metodologico:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Come detto sopra, i flussi di cassa disponibili per gli azionisti nel settore autostradale possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a numerosi vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria. Il rendimento effettivo per gli azionisti, calcolato sulla base degli utili effettivamente distribuiti (<i>Dividend Discount Model</i> – o DDM), potrebbe pertanto risultare disallineato rispetto al TIR calcolato sui flussi “teoricamente” disponibili per gli azionisti. • Il TIR Equity risulta fortemente influenzato dalla struttura finanziaria della società e dalle effettive condizioni di indebitamento. In particolare, l'uguaglianza tra TIR Equity e R_e del WACC utilizzato per il calcolo dei ricavi può essere verificata solo a condizione che: (i) la struttura finanziaria della società ricalchi esattamente il <i>gearing</i> del WACC e (ii) il costo del debito effettivamente sostenuto dal concessionario sia allineato al parametro R_d del WACC. • Dal momento che la Delibera ART individua nel calcolo del WACC un livello di <i>gearing</i> nozionale, slegato dalle dinamiche di settore, e un costo del debito <i>benchmark</i> (media settore + indici), è pressoché impossibile, anche in assenza di maggiori ricavi (o minori costi) che il TIR Equity calcolato sui flussi della concessione coincida con il costo dell'equity utilizzato nel WACC.
--	--	--	--

		DSCR e LLCR di cui, rispettivamente, al punto 2, lettere d) ed e).	eventualmente da costituire, ai fini della verifica dell'equilibrio economico finanziario della concessione è individuato come indicatore di convenienza economica il solo tasso di rendimento dei flussi di cassa liberi per gli azionisti (TIR Equity) di cui al punto 2, lettera c), fermo restando l'utilizzo degli indicatori di sostenibilità finanziaria DSCR e LLCR di cui, rispettivamente, al punto 2, lettere d) ed e).	
8	8.2	<p>1. Nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF, l'Autorità verifica la sussistenza, a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, con riferimento alla remunerazione dell'Equity, di un eventuale disequilibrio della concessione, di segno positivo oppure negativo, ovvero la possibilità che si verifichi una delle seguenti ipotesi:</p> <p>a) Disequilibrio di segno positivo: $TIR\ Equity > Re\ medio + (120\ punti\ base)$</p> <p>b) Disequilibrio di segno negativo: $TIR\ Equity < Re\ medio - (70\ punti\ base)$</p> <p>2. La sussistenza di un eventuale disequilibrio di segno positivo determina l'insorgere di un debito regolatorio per il concessionario, il cui ammontare è accantonato annualmente nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio di esercizio del concessionario, in un fondo</p>	<p>1. Nell'ambito dell'istruttoria propedeutica all'esercizio delle proprie competenze in occasione degli aggiornamenti/revisioni del PEF, l'Autorità verifica la sussistenza, a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione, con riferimento alla remunerazione dell'Equity, di un eventuale disequilibrio della concessione, di segno positivo oppure negativo, ovvero la possibilità che si verifichi una delle seguenti ipotesi:</p> <p>a) Disequilibrio di segno positivo: $TIR\ Equity > Re\ medio + (120\ punti\ base)$</p> <p>b) Disequilibrio di segno negativo: $TIR\ Equity < Re\ medio - (70\ punti\ base)$</p> <p>2. La sussistenza di un eventuale disequilibrio di segno positivo determina l'insorgere di un debito regolatorio per il concessionario, il cui ammontare è accantonato annualmente nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio di esercizio del concessionario, in un fondo</p>	<p>Si ritiene che il debito regolatorio, in caso di un eventuale disequilibrio di segno positivo, debba essere utilizzato esclusivamente nell'ambito della concessione per le attività a beneficio dell'utenza previste nel comma 2, lettere a), b) e c), e non anche per le attività di cui alla lettera d), per la genericità e la mancata corrispondenza all'<i>user pay principle</i>.</p> <p>Si ritiene necessario modificare il meccanismo di riequilibrio della proposta, che è asimmetrico e pertanto determina un incremento della rischiosità per il concessionario, che prevede</p> <ul style="list-style-type: none"> - un debito regolatorio in caso di disequilibrio positivo, ed - una eventuale possibilità di riequilibrio in caso di disequilibrio negativo <p>La modifica proposta dice che l'eventuale disequilibrio di segno negativo determina un credito regolatorio per il concessionario, da includere nelle Poste Figurative, e lascia salva la possibilità per il concessionario e il concedente di adire, ai sensi dell'art. 192 del Codice, alla procedura di revisione del contratto di concessione</p>

	<p>vincolato rivalutato annualmente ad un tasso pari all'inflazione di cui alla Misura 25, e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) realizzazione di attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere, già presenti nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento, e pertanto poste a copertura del relativo capitale investito netto regolatorio e dei connessi costi di capitale ai fini tariffari; b) utilizzo nella costruzione tariffaria mediante l'inclusione di poste figurative di segno negativo, al fine di adottare una differente modalità di linearizzazione dell'andamento dei livelli tariffari, maggiormente sostenibile per l'utenza autostradale; c) riduzione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione; d) ogni altra destinazione ritenuta utile, purché a beneficio del settore autostradale. <p>3. In caso di accertamento da parte dell'Autorità di sussistenza di un eventuale disequilibrio di segno negativo, il concessionario e il concedente, ai sensi dell'art. 192 del Codice, possono adire alla procedura di revisione del contratto di concessione nella misura strettamente necessario a ricondurlo ai livelli di equilibrio, nel rispetto del rischio operativo a carico del concessionario, così come pattuito al momento della conclusione del contratto.</p>	<p>vincolato rivalutato annualmente ad un tasso pari all'inflazione di cui alla Misura 25, e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) realizzazione di attività di manutenzione straordinaria e/o nuove opere, già presenti nel PEF vigente del periodo regolatorio di riferimento, e pertanto poste a copertura del relativo capitale investito netto regolatorio e dei connessi costi di capitale ai fini tariffari; b) utilizzo nella costruzione tariffaria mediante l'inclusione di poste figurative di segno negativo, al fine di adottare una differente modalità di linearizzazione dell'andamento dei livelli tariffari, maggiormente sostenibile per l'utenza autostradale; c) riduzione dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione; d) ogni altra destinazione ritenuta utile, purché a beneficio del settore autostradale. <p>3. In caso di L'accertamento da parte dell'Autorità di sussistenza di un eventuale disequilibrio di segno negativo determina l'insorgere di un credito regolatorio per il concessionario, il cui ammontare è incluso nelle Poste Figurative di cui alla Misura 29. È fatta salva la possibilità per il concessionario e il concedente, ai sensi dell'art. 192 del Codice, possono di adire alla procedura di revisione del contratto di concessione nella misura strettamente necessario a ricondurlo ai livelli di equilibrio, nel rispetto del</p>	
--	---	--	--

			rischio operativo a carico del concessionario, così come pattuito al momento della conclusione del contratto.	
12	4 c)	<p>c) il livello dei costi per gli eventuali oneri integrativi COI è determinato come quota annua degli oneri integrativi di cui alla Misura 12, punto 3.</p> <p>Nel caso di specie, sulla base delle informazioni al momento disponibili, tra gli oneri integrativi rientrano: [...]</p> <p>iii) il valore della concessione ai sensi dell'art. 13 bis, comma 3 del decreto-legge n. 148/2017; [...]</p>	<p>c) il livello dei costi per gli eventuali oneri integrativi COI è determinato come quota annua degli oneri integrativi di cui alla Misura 12, punto 3.</p> <p>Nel caso di specie, sulla base delle informazioni al momento disponibili, tra gli oneri integrativi rientrano: [...]</p> <p>iii) il valore della concessione ai sensi dell'art. 13 bis, comma 3 del decreto-legge n. 148/2017, inclusa la relativa remunerazione, qualora il valore della concessione sia considerato su più anni; [...]</p>	<p>Si suggerisce di definire con maggiore chiarezza le modalità di riconoscimento in tariffa del costo sostenuto relativo al valore della concessione, alla luce dei seguenti aspetti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il concessionario subentrante è tenuto a versare all'entrata del bilancio dello Stato l'importo relativo al valore della concessione <u>nei primi anni di concessione</u>, come previsto dalla legislazione vigente. • I costi relativi al valore della concessione sono riconosciuti nella componente tariffaria per oneri integrativi che, come chiarito dalla Misura 29.1, non è soggetta a linearizzazione tramite poste figurative, ed è quindi pari ogni anno al rapporto tra i costi integrativi e i volumi di traffico previsti. • Qualora il valore della concessione venisse integralmente riconosciuto tra gli oneri integrativi nell'anno in cui l'importo viene effettivamente sostenuto, ciò risulterebbe in un <u>incremento tariffario significativo nel primo anno della concessione, non sostenibile dall'utenza</u>. • La suddivisione del valore della concessione su più anni richiede di fatto la necessità di riconoscere una remunerazione sul valore progressivo della concessione, al fine di garantire il rispetto delle condizioni di neutralità economico-finanziaria per il concessionario. <p>Si suggerisce pertanto di chiarire che qualora, ai fini di un migliore profilo tariffario a vantaggio dell'Utenza si proceda a considerare il valore della concessione in più quote annue, al fine di assicurare la neutralità economico-finanziaria del Piano, tali quote devono includere anche la remunerazione relativa al valore, questo perché:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Il valore della concessione verrebbe pagato dal concessionario nei primi anni della concessione; - Il recupero di tale valore tramite gli incrementi tariffari avverrebbe invece durante tutto l'arco della concessione e deve pertanto essere riconosciuto un tasso di remunerazione.
14	14.1	1.Il concedente, ove previsto da specifiche disposizioni normative, può introdurre variazioni in aumento o in	1.Il concedente, ove previsto da specifiche disposizioni normative, può introdurre variazioni in aumento o in	È previsto, correttamente, che le variazioni in aumento delle tariffe - disposte dal concedente sulla base di specifiche disposizioni normative – non possono concorrere alla redditività

	<p>diminuzione rispetto alla tariffa unitaria media integrata di cui alla Misura 12.</p> <p>2. Qualora il concedente intenda avvalersi di tale facoltà, i livelli tariffari complessivi definiti dal concessionario – comprensivi delle eventuali variazioni di cui al precedente punto 1 – oltre ad assicurare il pieno rispetto dei criteri contenuti nelle disposizioni normative in materia, sono improntati, in conformità a quanto previsto dall'articolo 37, comma 2, lettera a) del d.l. 201/2011, al rispetto dei seguenti principi:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) efficienza produttiva della gestione, anche attraverso il rigoroso rispetto delle finalità del sistema di pedaggio, come definite alla Misura 11 ed in conformità al Misura 12; b) contenimento dei costi per gli utenti, le imprese e i consumatori; c) trasparenza, equità e non discriminazione. <p>3. In ogni caso, gli eventuali introiti derivanti dalle variazioni di cui al precedente punto 1 non possono concorrere in alcun modo alla redditività del concessionario.</p> <p>4. L'Autorità verifica la conformità al presente Sistema tariffario delle variazioni tariffarie di cui al precedente punto 1 prima della relativa applicazione da parte del concessionario, nonché di ogni eventuale modifica delle stesse.</p>	<p>diminuzione rispetto alla tariffa unitaria media integrata di cui alla Misura 12.</p> <p>2. Qualora il concedente intenda avvalersi di tale facoltà, i livelli tariffari complessivi definiti dal concessionario – comprensivi delle eventuali variazioni di cui al precedente punto 1 – oltre ad assicurare il pieno rispetto dei criteri contenuti nelle disposizioni normative in materia, sono improntati, in conformità a quanto previsto dall'articolo 37, comma 2, lettera a) del d.l. 201/2011, al rispetto dei seguenti principi:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto; b) efficienza produttiva della gestione, anche attraverso il rigoroso rispetto delle finalità del sistema di pedaggio, come definite alla Misura 11 ed in conformità al Misura 12; c) contenimento dei costi per gli utenti, le imprese e i consumatori; d) trasparenza, equità e non discriminazione. <p>3. In ogni caso, gli eventuali introiti derivanti dalle variazioni di cui al precedente punto 1 non possono concorrere in alcun modo alla redditività del concessionario.</p> <p>4. L'Autorità verifica la conformità al presente Sistema tariffario delle variazioni tariffarie di cui al precedente punto 1 prima della relativa applicazione da parte del</p>	<p>del concessionario.</p> <p>L'attuale formulazione, tuttavia, non dice che le variazioni in diminuzione delle tariffe non devono incidere sulla redditività del concessionario</p> <p>Si ritiene necessario specificare nel testo finale che, qualora le ulteriori variazioni tariffarie imposte dal Concedente siano in diminuzione rispetto al livello tariffario scaturente dall'applicazione del sistema tariffario, tali riduzioni non compromettono la neutralità economico finanziaria del concessionario valutata nell'arco dell'intero affidamento.</p>
--	--	---	--

			concessionario, nonché di ogni eventuale modifica delle stesse.	
21	21.1	<p>1. Per quanto riguarda la quantificazione degli investimenti in beni reversibili, ammissibili ai fini tariffari, valgono i seguenti principi:</p> <p>a) la valorizzazione degli investimenti deve essere coerente con le "Linee Guida per la valutazione degli investimenti in opere pubbliche nei settori di competenza del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti" adottate dallo stesso Ministero con d.m. 300/2017;</p> <p>b) il costo dell'investimento risultante dal progetto definitivo, determinato al netto degli eventuali contributi pubblici e valutato avendo riguardo alla congruità ed alla ragionevolezza delle soluzioni proposte sotto il profilo tecnico ed economico, rappresenta, fatte salve le eventuali differenze di costo disposte dal concedente in sede di approvazione del progetto esecutivo, il dato di riferimento per il concessionario, ai fini dell'individuazione del limite massimo di spesa ammissibile;</p> <p>c) per ciascun investimento in presenza di un importo di spesa a consuntivo superiore al valore risultante dal progetto di fattibilità tecnica ed economica, il maggior costo si considera ammissibile esclusivamente qualora derivi da modifiche progettuali ammissibili ai sensi dell'articolo 189 del d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36. La prova della sussistenza di circostanze specifiche è posta a carico del concessionario,</p>	<p>1. Per quanto riguarda la quantificazione degli investimenti in beni reversibili, ammissibili ai fini tariffari, valgono i seguenti principi:</p> <p>a) la valorizzazione degli investimenti deve essere coerente con le "Linee Guida per la valutazione degli investimenti in opere pubbliche nei settori di competenza del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti" adottate dallo stesso Ministero con d.m. 300/2017;</p> <p>b) il costo dell'investimento risultante dal progetto definitivo, determinato al netto degli eventuali contributi pubblici e valutato avendo riguardo alla congruità ed alla ragionevolezza delle soluzioni proposte sotto il profilo tecnico ed economico, rappresenta, fatte salve le eventuali differenze di costo disposte dal concedente in sede di approvazione del progetto esecutivo, il dato di riferimento per il concessionario, ai fini dell'individuazione del limite massimo di spesa ammissibile;</p> <p>c) per ciascun investimento in presenza di un importo di spesa a consuntivo superiore al valore risultante dal progetto di fattibilità tecnica ed economica, il maggior costo si considera ammissibile esclusivamente qualora derivi da modifiche progettuali ammissibili ai sensi dell'articolo 189 del d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36, fatti salvi i casi in cui l'eventuale incremento dei costi di costruzione sia determinato da fatto del Concedente, da forza maggiore</p>	<p>La Delibera conferma l'attuale allocazione del rischio costruzione in capo al concessionario, ma sembrerebbe introdurre criteri più stringenti sugli scostamenti tra costi sostenuti e preventivati.</p> <p>In particolare, il punto d) della misura sembra porre in capo al concessionario il rischio legato ad una eventuale crescita dei costi di ciascun investimento rispetto a quanto previsto nel progetto di fattibilità tecnica ed economica. Tale previsione appare ingiustificatamente penalizzante in quanto, in sede di definizione tariffaria, non si terrebbe conto di eventuali modifiche intervenute anche se approvate dal concedente.</p> <p>Si propone pertanto di specificare adeguatamente che le variazioni dovute a modifiche disposte dal Concedente o dovute a cause di forze maggiori fuori dal controllo del concessionario, qualora opportunamente motivate, sono escluse dall'ambito di applicazione del rischio di costruzione.</p> <p>In particolare, fra le modifiche disposte dal Concedente non poste a carico del Concessionario dovrebbero rientrare, a titolo di esempio, le revisioni dei prezzi emanate annualmente da Anas/Enti Territoriali a cui si fa riferimento al fine della redazione dei Quadri Economici degli interventi, oppure norme specifiche (come, ad esempio, quelle introdotte dal d.l. 17 maggio 2022, n. 50 in tema di adeguamento prezzi).</p>

		<p>mentre il concedente verifica, di volta in volta, la veridicità dei presupposti di fatto;</p> <p>d) nel caso in cui l'importo dell'investimento risultante dal progetto esecutivo, approvato dal concedente, sia superiore al corrispondente valore del progetto di fattibilità tecnica ed economica, la differenza è posta a carico del concessionario.</p>	<p>o da fatti, anche di terzi, non riconducibili a responsabilità del Concessionario stesso.. La prova della sussistenza di circostanze specifiche è posta a carico del concessionario, mentre il concedente verifica, di volta in volta, la veridicità dei presupposti di fatto;</p> <p>d) nel caso in cui l'importo dell'investimento risultante dal progetto esecutivo, approvato dal concedente, sia superiore al corrispondente valore del progetto di fattibilità tecnica ed economica, la differenza è posta a carico del concessionario salvo in caso di modifiche disposte e/o autorizzate dal Concedente nei termini di legge o per il verificarsi di casi di forza maggiore non ragionevolmente prevedibili alla data del progetto di fattibilità tecnica ed economica.</p>	
22	22.2.1	<p>1. Per la determinazione dei costi di rimborso del capitale, calcolati annualmente a partire dalla consistenza delle immobilizzazioni, valutata al netto dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione di cui punto 2, si applicano i seguenti criteri:</p> <p>a) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset reversibili, al netto del valore di subentro determinato secondo i criteri di cui al successivo punto 2, è interamente conseguito entro la scadenza della concessione e si basa sul metodo finanziario, con quote annue regolatorie da calcolare sull'investimento</p>	<p>1. Per la determinazione dei costi di rimborso del capitale, calcolati annualmente a partire dalla consistenza delle immobilizzazioni, valutata al netto dell'eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione di cui punto 2, si applicano i seguenti criteri:</p> <p>a) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset reversibili, , è interamente conseguito entro la scadenza della concessione e si basa sul</p>	<p>Si propone preliminarmente di cancellare il riferimento al fatto che la determinazione dei costi di rimborso del capitale deve essere effettuata sul CIN, al netto del valore di subentro, in considerazione del fatto che l'equilibrio finanziario della concessione richiede – come poi argomentato nel punto 22.3 - che tutto il CIN venga remunerato al WACC, e non solamente il CIN al netto del valore di subentro.</p> <p>Il calcolo degli ammortamenti finanziari sugli investimenti effettivi, anziché su quelli complessivamente previsti, comporta significative distorsioni patrimoniali ed economiche che compromettono l'equilibrio economico finanziario del PEF, rendendolo <u>non sostenibile e non bancabile</u>. La previsione della proposta in consultazione comporterebbe il calcolo degli ammortamenti, in caso di opere di</p>

		<p>complessivo realizzato e da applicare pro-quota ai singoli asset.</p> <p>Le quote annue regolatorie scaturiscono dall'applicazione di aliquote di ammortamento costanti e basate sulla residua durata della concessione.</p> <p>[.....]</p>	<p>metodo finanziario, con quote annue regolatorie da calcolare sull'investimento complessivo realizzato e da applicare pro-quota ai singoli asset riconosciuto, alternativamente con il metodo finanziario:</p> <ol style="list-style-type: none"> i. a quote costanti calcolate sull'investimento complessivo previsto in base alla durata totale della concessione, sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione; ii. a quote differenziate, sistematicamente applicate ad ogni esercizio, da calcolare sull'investimento complessivo previsto, determinate nei singoli casi sulla base di quanto previsto nel Piano Economico Finanziario della concessione. <p>Le quote annue regolatorie</p>	<p>importo ingente e la cui realizzazione sia differita nel tempo, solo al momento della effettiva conclusione delle stesse, determinando un ammontare inferiore di ammortamenti negli anni iniziali della concessione, e un ammontare eccessivamente elevato degli ammortamenti negli anni finali della concessione, risultando in contrasto con il postulato di correlazione costiricavi previsto dai principi contabili italiani e con la prassi di settore. Considerando che l'operatività dell'infrastruttura deve essere mantenuta costante per tutta la durata della concessione, indipendentemente dalla tempistica degli investimenti, l'ammortamento dovrebbe anch'esso essere previsto in maniera costante e calcolato sull'intero investimento complessivo, come indicato nei PianI Economici Finanziari: tale impostazione riflette l'unicità dell'infrastruttura devolvibile, che ha una scadenza unitaria e non differenziata per i singoli investimenti.</p> <p>Si propone pertanto di modificare quanto indicato alla lettera a) da "<i>investimento complessivo realizzato</i>" a "<i>investimento complessivo previsto dal Piano Economico Finanziario della concessione</i>", prevedendo, in linea con la prassi di settore da sempre certificata dai revisori, di calcolare l'ammortamento finanziario alternativamente:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <u>a quote costanti, sulla base alla durata totale della concessione</u>, in linea con quanto previsto dai principi contabili italiani; 2. <u>a quote differenziate, determinate in base</u>
--	--	--	---	---

			<p>scaturiscono dall'applicazione di aliquote di ammortamento costanti e basate sulla residua durata della concessione</p>	<p>al PEF e collegate all'operatività aziendale, nel rispetto del postulato di correlazione costi ricavi previsto dai principi contabili italiani. Tale approccio consentirebbe inoltre di differire gli ammortamenti a periodi in cui la tariffa è maggiormente correlata ai costi ammessi, consentendo di fare un uso più limitato delle Poste Figurative di linearizzazione.</p> <p>Entrambi i metodi proposti permettono, per infrastrutture viarie già in esercizio, quali la tratta autostradale Brennero – Modena, l'equilibrio economico-finanziario e la bancabilità del PEF di cui alla proposta di finanza di progetto presentata dalla Scrivente Società al Concedente e per la quale, in data 6 dicembre 2022, è stata dichiarata la fattibilità e l'interesse pubblico.</p> <p>Si evidenzia infine che il metodo di ammortamento alternativo previsto da ART al successivo punto 22.2.1b), basato sull'applicazione di aliquote di ammortamento tecnico ai nuovi investimenti, se da un lato permetterebbe in linea teorica di contenere l'incremento delle quote di ammortamento negli anni a ridosso della scadenza, dall'altro lato risulterebbe particolarmente svantaggioso per il concessionario, dal momento che il subentro è remunerato ad un tasso inferiore rispetto al WACC (si veda a tal proposito l'osservazione alla Misura 22.3). Si propone pertanto l'eliminazione della richiesta di calcolare le quote di ammortamento tecnico pro-quota sui singoli asset, per la complessità dei calcoli che ne deriverebbe e per quanto sopra esposto in merito all'unicità dell'infrastruttura in concessione.</p>
22	22.3.	1. I costi di remunerazione del capitale sono determinati in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito (WACC), moltiplicato per il Capitale investito netto al 1°	1. I costi di remunerazione del capitale sono determinati in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito (WACC), moltiplicato per il Capitale investito netto al 1° gennaio	Non si concorda con la previsione di remunerare l'eventuale Valore di subentro al costo del debito, in quanto tale misura appare non ragionevole da un punto di vista economico-finanziario, in quanto determina un rilevante impatto negativo sul rendimento della concessione, in contraddizione con i

		<p>gennaio di ciascuna annualità, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al netto dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del costo ammesso sul capitale di debito (Rd), a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce.</p>	<p>di ciascuna annualità, valutato al netto del relativo fondo di ammortamento e al netto dell'eventuale valore di subentro. Detto valore di subentro è sottoposto a remunerazione attraverso l'applicazione annuale del costo ammesso sul capitale di debito (Rd), a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce.</p>	<p>principi di orientamento economico-finanziario della regolamentazione.</p> <p>Il costo del debito viene individuato dal mercato sulla base della certezza del pagamento degli oneri finanziari previsti e del capitale finanziato alla scadenza del prestito. Queste condizioni non si verificano nel caso del valore di subentro.</p> <ul style="list-style-type: none"> - i flussi di remunerazione sottostanti il PEF anche per la parte riconducibile alla remunerazione del Valore di subentro sono assoggettati alla variabilità legata ai flussi di traffico. - il Valore di subentro scaturisce da nuovi investimenti su cui il concessionario sopporta il rischio di costruzione, - La prassi delle concessioni scadute ha mostrato che il concessionario è esposto al rischio di ritardato pagamento del Valore di subentro, anche laddove la Convenzione prescrive termini per il pagamento da parte del Concedente. <p>Il riconoscimento di una remunerazione pari al costo del debito non consentirebbe l'adeguata remunerazione dei rischi allocati sul concessionario, che invece è assicurata dal WACC.</p> <p>La previsione di remunerare al costo del debito il CIN, per la parte riconducibile al valore di subentro, avrebbe l'effetto di ridurre il rendimento ex ante della concessione al di sotto del WACC, determinando il disequilibrio della concessione già in via previsionale.</p> <p>Tale disposizione sarebbe in contrasto con le prescrizioni per l'equilibrio economico finanziario previste nelle Linee Guida ANAC n. 9 e nel contratto standard approvato da ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato. La verifica dell'equilibrio finanziario richiede un TIR di Progetto che tende al WACC e un TIR dell'Equity che tende al Re. Questo calcolo richiede necessariamente che la remunerazione di tutto CIN, inclusa anche la parte riconducibile all'eventuale Valore di Subentro, venga effettuata al WACC. La proposta di remunerare il CIN, per la parte riconducibile al Valore di Subentro, al costo del debito non consente di ottenere un TIR di Progetto che tende al WACC e un TIR dell'Equity che</p>
--	--	---	---	---

				<p>tende al Re.</p> <p>In ultimo, la proposta di remunerare il CIN, per la parte riconducibile al valore di subentro, al costo del debito e non al WACC non sarebbe coerente con la regolamentazione tariffaria adottata da ART stessa e dagli altri regolatori, per i settori infrastrutturali per i quali si applicano aliquote di ammortamento tecnico economiche e, pertanto, è previsto un valore di subentro alla scadenza della concessione pari al CIN. In tutti questi casi il CIN, inclusa la parte riconducibile al valore di subentro, viene remunerata al WACC.</p>
23	23.2	<p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o gearing, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>(i) 50%, per tutte le imprese il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui alla seguente Misura 23.3, risulta inferiore a 75%;</p> <p>(ii) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui alla seguente Misura 23.3, risulta maggiore o uguale a 75%.</p> <p>Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p>	<p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o gearing, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>(i) 50%, per tutte le imprese, incluse le eventuali società di progetto/scopo da costituire. il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui alla seguente Misura 23.3, risulta inferiore a 75%;</p> <p>(ii) 75%, per le imprese con patrimonio netto positivo il cui gearing medio, rilevato nei 3 anni precedenti all'anno di calcolo del WACC secondo la metodologia di cui alla seguente Misura 23.3, risulta maggiore o uguale a 75%.</p> <p>Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p> <p>[...]</p>	<p>Con riferimento al gearing di cui alla Misura in commento, si fa presente che i concessionari dovranno realizzare ingenti piani di investimenti per l'impatto inflattivo della pandemia e della guerra in Ucraina, oltre che per l'impatto delle nuove linee guida per la realizzazione di nuove opere, gallerie e viadotti.</p> <p>Si ritiene non condivisibile la previsione di penalizzare quei concessionari che, per rispettare gli obblighi concessori che richiedono di realizzare gli investimenti, possano in alcuni periodi tariffari avere un gearing superiore al 75%.</p> <p>Si propone di utilizzare il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerare come valore target del settore, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento che per il calcolo del WACC.</p> <p>In ogni caso, le eventuali società di progetto/scopo da costituire non hanno dati storici: per tali società il gearing nozionale non può che essere pari al 50%, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento che per il calcolo del WACC.</p>
23	23.3	<p>3. Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla fattispecie in cui ricade, il</p>	<p>3. Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla fattispecie in cui</p>	<p>Si suggerisce l'eliminazione del punto: come evidenziato nel commento alla Misura 23.2, si propone di utilizzare il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerare come</p>

		<p>concessionario calcola la propria leva come media ponderata crescente dei gearing relativi agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC utilizzato per l'elaborazione di detto PFR, sulla base dei valori contabili di bilancio, come rapporto tra:</p> <p>a) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, e</p> <p>b) il valore complessivo del patrimonio netto e dei debiti di cui alla lettera (a).</p>	<p>ricade, il concessionario calcola la propria leva come media ponderata crescente dei gearing relativi agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC utilizzato per l'elaborazione di detto PFR, sulla base dei valori contabili di bilancio, come rapporto tra:</p> <p>a) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, e</p> <p>b) il valore complessivo del patrimonio netto e dei debiti di cui alla lettera (a).</p>	<p>valore target del settore, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento che per il calcolo del WACC.</p>
23	23.4	<p>4. Il costo ammesso sul capitale di debito è determinato come media ponderata tra:</p> <p>a) il costo medio del debito di settore, calcolato mediante il metodo di calcolo diretto, sulla base dei valori contabili di bilancio redatto ai sensi degli articoli 2424 e 2425 del Codice civile, come media ponderata crescente del valore annuo del rapporto tra oneri e debiti finanziari del settore autostradale, sulla base dei dati degli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC: (i) in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio, (ii) escludendo i dati relativi alle concessioni scadute, (iii) tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti. Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati, (iv) includendo i debiti di tipo infruttifero, i debiti infragruppo e i debiti verso soci.</p>	<p>4. Il costo ammesso sul capitale di debito è determinato come media ponderata tra:</p> <p>a) il costo medio del debito di settore, calcolato mediante il metodo di calcolo diretto, sulla base dei valori contabili di bilancio - inclusivi degli eventuali oneri accessori connessi alla copertura assicurativa sul rischio di oscillazione dei tassi (interest rate swap) - redatto ai sensi degli articoli 2424 e 2425 del Codice civile, come media ponderata crescente del valore annuo del rapporto tra oneri e debiti finanziari del settore autostradale, sulla base dei dati degli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC: (i) in relazione alle concessioni autostradali con almeno una tratta a pedaggio in esercizio, (ii) escludendo i dati relativi alle concessioni scadute, (iii) tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli</p>	<p>Con riferimento al costo medio del debito di settore e al costo del debito benchmark - per cui la Misura escluderebbe l'utilizzo dei dati più recenti disponibili alla data di stima - al fine di ottenere una stima del WACC che meglio rifletta l'evoluzione più recente dei parametri di mercato, riteniamo maggiormente appropriato utilizzare i dati relativi agli ultimi 3 anni disponibili al momento della stima del WACC (anche non solari laddove il momento di stima del WACC non coincida con il 31 dicembre).</p> <p>Si rileva inoltre che ai fini del calcolo del costo del debito:</p> <p>1) Si propone l'eliminazione del passaggio "in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti" che rappresenta una specificazione non necessaria.</p> <p>2) Si concorda con la disposizione di includere i debiti infragruppo e verso i soci. La Relazione Illustrativa alla delibera 140/2024 specifica però che tali voci infragruppo e verso i soci sono da escludere solo nel caso in cui il valore del costo di indebitamento in parola sia superiore di 50 punti base (+0,5%) rispetto al costo di indebitamento verso terzi. Si ritiene più corretto eliminare questa disposizione asimmetrica, consentendo l'inclusione delle voci infragruppo indipendentemente dal tasso di interesse a cui sono assunte. In ogni caso riteniamo si debba chiarire che, se tali voci sono escluse dal calcolo degli oneri finanziari, esse devono essere escluse anche dall'ammontare di debito.</p>

		<p>Qualora il valore del costo di indebitamento della singola concessione relativa ai debiti infragruppo e ai debiti verso soci risulti superiore di 50 punti base rispetto alla media del costo di indebitamento verso terzi, tali singoli valori non saranno inclusi nel calcolo del costo del capitale di debito.</p> <p>b) il costo del debito benchmark, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici iBoxx delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni, relativo agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come mediana del valore annuo delle rilevazioni giornaliere. Ai fini del calcolo del costo ammesso sul capitale di debito, il costo medio del debito di settore di cui alla lettera a) è ponderato con un peso pari a 90%, mentre il costo del debito benchmark di cui alla lettera b) al 10%.</p>	<p>investimenti. Gli oneri finanziari sono rilevati in coerenza coi debiti finanziari considerati, (iv) includendo i debiti di tipo infruttifero, i debiti infragruppo e i debiti verso soci. Qualora il valore del costo di indebitamento della singola concessione relativa ai debiti infragruppo e ai debiti verso soci risulti superiore di 50 punti base rispetto alla media del costo di indebitamento verso terzi, tali singoli valori non saranno inclusi nel calcolo del costo del capitale di debito.</p> <p>b) il costo del debito benchmark, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici iBoxx delle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni, relativo agli ultimi 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Tale valore annuo è determinato come mediana media del valore annuo delle rilevazioni giornaliere. Ai fini del calcolo del costo ammesso sul capitale di debito, il costo medio del debito di settore di cui alla lettera a) è ponderato con un peso pari a 90%, mentre il costo del debito benchmark di cui alla lettera b) al 10%.</p> <p>Ai fini del calcolo del costo medio del debito di settore saranno considerati inoltre gli oneri accessori legati direttamente alla accensione del debito/emissione obbligazioni (spese bancarie, legali, amministrative, ecc) in misura pari a 25 punti base.</p>	<p>3) La voce oneri finanziari fa riferimento al totale degli oneri finanziari riportati a bilancio, e ai fini del calcolo del Kd deve includere: (i) oneri accessori di emissione; (ii) hedging e altri oneri connessi alla copertura con prodotti derivati, specialmente nel caso di <i>project financing</i>; (iii) variazioni del <i>fair value</i> o altre voci assimilate agli oneri finanziari nei bilanci dei concessionari; (iv) nel caso di <i>project financing</i>, tutte le commissioni previste per la strutturazione del finanziamento come ad esempio <i>upfront fees</i> e commissioni di mancato utilizzo.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ ARERA aumenta il costo del debito di 25 bps per riconoscere i costi di emissione (Allegato A alla Delibera 614/2021/R/com) ○ ART aveva previsto di aggiungere i costi di emissione al costo del debito per il settore aeroportuale (Delibera 64/2014) <p>4) Con riferimento agli indici iBoxx si chiede di specificare che nel calcolo viene considerata la media semplice dei rendimenti dei due indici utilizzati nel calcolo (7-10 e 10+).</p> <p>Si ritiene, inoltre, che in caso di eventuale costituzione di una nuova società di progetto/scopo il costo del debito debba corrispondere al costo medio di finanziamento dei contratti sottoscritti dalla nuova società costituita per assicurare l'adeguata remunerazione del capitale di debito.</p> <p>Inoltre, in caso di <i>project financing</i> si propone di introdurre una previsione che preveda l'aggiornamento del Kd ad ogni eventuale revisione straordinaria del PEF e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.</p> <p>Infine, per quanto riguarda il calcolo dei rendimenti giornalieri dell'indice iBoxx in ciascun anno, si ritiene appropriato, per ragioni di semplicità di calcolo, utilizzare la media dei rendimenti giornalieri, e non la mediana. I mercati obbligazionari considerati sono altamente liquidi e i rendimenti tendono a distribuirsi normalmente, in questi casi media e mediana coincidono (E. F. Fama, <i>Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work</i>, The Journal of Finance, vol. 25 n.2, May 1970).</p>
--	--	---	--	--

			<p>Per la società di progetto/scopo eventualmente da costituire, il costo del debito corrisponde al costo del finanziamento erogato, al fine di garantire la stabilità dei flussi finanziari a favore dei finanziatori e assicurare che il costo del debito nel tasso di remunerazione sia allineato al costo del debito dei contratti di finanziamento in essere del concessionario.</p> <p>Il valore del Kd dovrà essere opportunamente aggiornato, in occasione della eventuale revisione del piano economico finanziario per la rideterminazione delle condizioni di equilibrio, al verificarsi di eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili non imputabili al concessionario che incidono in modo significativo sull'equilibrio finanziario e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.</p>	
23	23.6	<p>6. Il risk free rate è determinato come media ponderata crescente del valore mediano annuo dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale rilevati dalla Banca d'Italia, su un orizzonte che copre gli ultimi 3 anni solari disponibili.</p> <p>L'equity risk premium è determinato utilizzando i valori medi di ERP ottenuti dalle stime delle serie storiche di Dimson, Marsh & Staunton per l'Italia, con un peso pari a 2/3, e per l'Unione Europea, per un peso pari a 1/3, precedentemente determinati</p>	<p>6. Il risk free rate è determinato come media ponderata crescente del valore mediano medio annuo dei rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale rilevati dalla Banca d'Italia, su un orizzonte che copre gli ultimi 3 anni solari disponibili.</p> <p>L'equity risk premium è determinato utilizzando i valori medi di ERP ottenuti dalle stime delle serie storiche di Dimson, Marsh & Staunton per l'Italia, con un peso pari a 2/3, e per l'Unione Europea, per un peso pari a 1/3, precedentemente determinati tramite la seguente relazione di</p>	<p>Al fine di ottenere una stima del WACC che meglio rifletta l'evoluzione più recente dei parametri di mercato, riteniamo maggiormente appropriato utilizzare i dati relativi agli ultimi 3 anni disponibili al momento della stima del WACC, utilizzando gli ultimi 36 mesi disponibili al posto degli ultimi 3 anni solari (laddove il momento di stima del WACC non coincide con il 31 dicembre).</p> <p>Infine, per quanto riguarda l'utilizzo della mediana dei rendimenti giornalieri del BTP decennale in ciascun anno, si ritiene appropriato, per ragioni di semplicità di calcolo, l'utilizzo della media dei rendimenti giornalieri (E. F. Fama, <i>Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work</i>).</p> <p>Relativamente all'utilizzo di media aritmetica e geometrica per il calcolo dell'ERP, segnaliamo che:</p>

		<p>tramite la seguente relazione di ponderazione:</p> $E(W^i) = \frac{t-n}{t-1}R_a^i + \frac{n-1}{t-1}R_g^i$ <p>dove:</p> <ul style="list-style-type: none"> - R_a^i è la media aritmetica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi; - R_g^i rappresenta la media geometrica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi; - t corrisponde all'orizzonte temporale considerato dalle stime, - n è il periodo medio di durata di un investimento, assunto pari a 15 anni. 	<p>ponderazione:</p> $E(W^i) = \frac{t-n}{t-1}R_a^i + \frac{n-1}{t-1}R_g^i$ <p>dove:</p> <ul style="list-style-type: none"> - R_a^i è la media aritmetica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi; - R_g^i rappresenta la media geometrica degli ERP determinati per l'i-esimo Paese/gruppo di Paesi; - t corrisponde all'orizzonte temporale considerato dalle stime, - n è il periodo medio di durata di un investimento, assunto pari a 15 anni la durata del periodo regolatorio, pari a 5 anni. <p>Con "Unione Europea" si intende il valore medio ponderato degli ERP di ciascuno dei paesi dell'area Euro riportati nella pubblicazione DMS, e i pesi di ponderazione corrispondono al valore della capitalizzazione dell'indice di Borsa al 31 dicembre dell'anno di rilevazione della serie storica DMS.</p>	<ul style="list-style-type: none"> a) La letteratura economica ritiene che la media geometrica sia un indicatore non particolarmente rilevante, in genere utilizzato dagli analisti finanziari, ma da non prendere a riferimento per calcolare il costo del capitale in un contesto Capital Asset Pricing Model) /WACC; b) La stessa pubblicazione di DMS (come notato da ARERA nel 2021 – Allegato al documento per la consultazione 308/2021/R/com, p. 25) sottolinea che la media aritmetica deve essere presa a riferimento: "<i>This [the arithmetic mean risk premium] is our estimate of the expected long-run equity risk premium for use in asset allocation, stock valuation, and corporate budgeting applications</i>" (Credit Suisse Investment Returns Sourcebook 2015', p. 34); c) AGCOM utilizza per l'ERP solamente la media aritmetica come indicato dal BEREC, l'associazione dei regolatori europei delle comunicazioni elettroniche (Annesso 1 del Documento VI alla Delibera 114/24/CONS e BoR 23(90) sezione 6). <p>Nel caso in cui l'Autorità decidesse di includere la media geometrica nel calcolo, l'incidenza percentuale dovrebbe essere pari a 4%, calcolato con un valore n pari a 5 e con un valore t pari a 124, e cioè gli anni della serie storica DMS (E. Jacquier, A. Kane e A. Marcus, "<i>Optimal estimation of the risk premium for the long run and asset allocation: A case of compounded estimation risk,</i>" Journal of Financial, 2005).</p> <p>ART non specifica la metodologia di calcolo dell'ERP dalle serie storiche di Dimson, Marsh & Staunton (DMS) per l'Unione Europea. Infatti, DMS non fornisce una stima puntuale dell'ERP per l'Unione Europea, ma la stima per l'Europa e la stima dell'ERP dei paesi dell'Unione Europea.</p> <p>Riteniamo che il valore dell'ERP relativo all'Europa non possa essere utilizzato, perché include mercati, come la Russia e il Regno Unito, la cui valuta è diversa dall'Euro. Per coerenza con l'utilizzo dell'indice Eurostoxx per la stima del beta devono essere considerati solo paesi dell'Eurozona (BEREC, BoR 23 (90), nota 146).</p> <p>Si propone che l'ERP medio dell'Unione Europea sia calcolato come media dell'ERP dei paesi dell'Eurozona ponderata per la capitalizzazione di mercato di ciascun paese.</p>
--	--	--	---	--

23	23.7	<p>7. Il parametro β rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l'impresa operante in un dato mercato. Tale valore è determinato come media semplice del valore degli asset beta delle aziende confrontabili (i cosiddetti comparables); tali coefficienti sono individuati sulla base di un'analisi di regressione che misura la correlazione del rendimento delle azioni dei comparables, singolarmente considerati, e i rendimenti di un indice di mercato europeo (STOXX Europe 600), misurati con frequenza giornaliera e rispetto ad un intervallo di riferimento triennale, per i 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Ogni singolo equity beta determinato per l'i-esima società comparabile (β_e^i) viene convertito in beta delle attività (cd asset beta, β_a^i), operando il cd delevering, in modo da ottenere dei parametri che riflettono il rischio sistematico delle imprese depurato del rischio associato al livello di leva finanziaria individuale ($\frac{D^i}{E^i}$) e dell'effetto della singola tassazione (t^i):</p> $\beta_a^i = \frac{\beta_e^i}{(1 + (1 - t^i) * \frac{D^i}{E^i})}$ <p>Una volta calcolata la media semplice/ponderata dei singoli asset beta così determinati, tale valore viene ritariato (cd relevering) sulla base della leva nozionale benchmark del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un gearing pari a 50%), finalizzata a tener conto di una struttura</p>	<p>7. Il parametro β rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l'impresa operante in un dato mercato. Tale valore è determinato come media semplice del valore degli asset beta delle aziende confrontabili (i cosiddetti comparables); tali coefficienti sono individuati sulla base di un'analisi di regressione che misura la correlazione del rendimento delle azioni dei comparables, singolarmente considerati, e i rendimenti di un indice di mercato europeo (STOXX Europe 600), misurati con frequenza giornaliera e rispetto ad un intervallo di riferimento di cinque anni triennale, per gli ultimi 5 anni disponibili al momento della stima del WACC per i 3 anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Ogni singolo equity beta determinato per l'i-esima società comparabile (β_e^i) viene convertito in beta delle attività (cd asset beta, β_a^i), operando il cd delevering, in modo da ottenere dei parametri che riflettono il rischio sistematico delle imprese depurato del rischio associato al livello di leva finanziaria individuale ($\frac{D^i}{E^i}$) e dell'effetto della singola tassazione (t^i):</p> $\beta_a^i = \frac{\beta_e^i}{(1 + (1 - t^i) * \frac{D^i}{E^i})}$ <p>Gli equity beta sono calcolati con la cd. formula di Blume. Ai fini del delevering vengono utilizzati il valore di libro dell'indebitamento netto e il valore</p>	<p>Al fine di ottenere una stima del WACC che meglio rifletta l'evoluzione più recente dei parametri di mercato, riteniamo maggiormente appropriato utilizzare i dati relativi agli ultimi 5 anni disponibili al momento della stima del WACC, al posto degli ultimi 3 anni solari.</p> <p>La figura sottostante riporta a fini illustrativi l'asset beta medio, calcolato giornalmente su un orizzonte temporale di 2 anni, dal 1° gennaio 2019 al 30 agosto 2024, per i settori dell'energia il cui WACC è attualmente in consultazione da parte di ARERA.</p> <p>I valori dell'asset beta sono riconducibili a tre periodi: (i) periodo pre-Covid; (ii) periodo Covid; e (iii) periodo post-Covid. Gli asset beta sono aumentati nel periodo post-Covid e, pertanto, riteniamo che non sia corretto escludere dai dati dei mesi più recenti, come avverrebbe nel caso di utilizzo dei dati fino all'ultimo anno solare. La stima del beta su un intervallo più ampio pari a 5 anni può mitigare l'impatto di anni anomali poco rappresentativi del probabile andamento futuro del beta. Riteniamo pertanto che il calcolo del beta debba essere effettuato, in continuità con la metodologia attuale, su un intervallo di 5 anni con dati giornalieri.</p> <p>Riteniamo, inoltre, che la stima del beta debba essere effettuata con la metodologia Blume adjustment. Tale metodologia è utilizzata da ARERA per le infrastrutture regolate dell'energia (Documento per la consultazione 342/2024/R/com)</p>
----	------	---	--	--

finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore:

$$\beta_e = \beta_a * [1 + (1 - t) * \frac{D}{E}]$$

I comparables sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:

- quotate in borsa
 - disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo;
 - con rating creditizio di “investment grade”;
 - operative principalmente nell’Unione Europea;
 - non coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico;
 - operative in settori analoghi dal punto di vista dell’infrastruttura, anche prendendo in considerazione altri settori infrastrutturali a rete diversi da quello strettamente in esame, caratterizzati da monopoli naturali e sottoposti a regolazione, che gestiscono infrastrutture strategiche in un contesto macroeconomico coerente con l’ERP considerato;
- In sede di prima applicazione, sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:

Comparables
EIFFAGE
FERROVIAL
SNAM
TERNA

L’Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardarne l’efficacia, la

di mercato dell’equity.

Una volta calcolata la media semplice/ponderata dei singoli asset beta così determinati, tale valore viene ritarato (cd relevering) sulla base **della leva nozionale benchmark del settore autostradale pari a 1** (corrispondente ad un gearing pari a 50% **pari al valore nozionale applicato alle fonti di finanziamento per il calcolo del WACC) della leva nozionale benchmark del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un gearing pari a 50%)**, finalizzata a tener conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore:

$$\beta_e = \beta_a * [1 + (1 - t) * \frac{D}{E}]$$

I comparables sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:

- **sufficientemente liquide sulla base di test di liquidità**
- quotate in borsa
- disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo;
- con rating creditizio di “investment grade”;
- operative principalmente nell’Unione Europea;
- non coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta indipendentemente dal rischio sistemico;
- operative in settori analoghi dal punto di vista dell’infrastruttura, anche prendendo in considerazione altri settori infrastrutturali a rete

e da altri regolatori europei, inclusa AGCom (Delibera 348/19/CONS). La Tabella di seguito riporta evidenze sulle stime dell’asset beta Blume adjusted.

Anno decisione	Paese	Autorità	Settore	Tipo di aggiustamento
2023	[1] Belgio	CWaPE	Distribuzione elettricità e gas	Blume adjustment
2023	[2] Portogallo	ERSE	Trasporto, distribuzione stoccaggio gas e rigassificazione GNL	Blume adjustment
2021	[3] Germania	BNETZA	Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas	Vasicek adjustment
2019	[4] Italia	AGCOM	Telecomunicazioni	Blume adjustment
2021	[5] Olanda	ACM	Trasmissione e distribuzione elettricità e gas	Uso beta settimanale se imperfezioni di mercato

[1]: CWaPE, *Motivation de la Méthodologie tarifaire applicable aux gestionnaires de réseau de distribution d’électricité et de gaz actifs en Région Wallonne pour la période régulatoire 2025-2029*, p. 32.

[2]: ERSE, *Parametros da Regulacao para o periodo de 2024 a 2027*, Quadro 5-11.

[3]: Bnetza, *BK4-21-055*, p. 37.

[4]: AGCOM, *Annesso 2 del Documento V delibera n. 348/19/CONS*, p. 11.

[5]: Harris D., Figurelli L., *The WACC for the Dutch Electricity TSO and Electricity and Gas DSOs, report for ACM*, p.18-19

Per quanto riguarda l’unlevering dell’equity beta dei comparables, ART non specifica sulla base di quale valore dell’equity e del debito debba essere calcolata la leva finanziaria. L’approccio metodologico individuato dagli studi accademici è di utilizzare il valore di mercato del debito e dell’equity. La soluzione pratica è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell’Equity, che di solito è differente dal suo valore contabile (S. C. Myers, F. Allen, R. A. Brealey, “Principles of Corporate Finance”, 13th edition, p. 509 e 531).

I valori contabili rappresentano un valore originale o “storico”, che non necessariamente coincide con il valore “attuale” di una società, determinato dalla capacità della società di generare flussi di cassa e rispecchiato nel valore della capitalizzazione di

		<p>composizione di detto panel.</p>	<p>diversi da quello strettamente in esame, caratterizzati da monopoli naturali e sottoposti a regolazione, che gestiscono infrastrutture strategiche in un contesto macroeconomico coerente con l'ERP considerato;</p> <p>In sede di prima applicazione, sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:</p> <p>[Si propone l'esclusione dalla tabella di Terna e Snam e l'inclusione di altre società operanti in settori regolati dei trasporti sul mercato europeo, quali gli aeroporti, che rispettano i criteri stabiliti da ART]</p> <p>L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardare l'efficacia, la composizione di detto panel.</p>	<p>mercato. Altre indicazioni a supporto dell'utilizzo del valore di mercato si possono trovare, ad esempio, in testi di finanza scritti da Berk & De Marzo, Taggart e Hamada (J. Berk, P. DeMarzo, "Corporate Finance", 3rd edition, 2013. R. A. Taggart, "Consistent Valuation And Cost Of Capital Expressions With Corporate And Personal Taxes", Robert A. Taggart, Jr. Financial Management Vol. 20, No. 3 (Autumn, 1991), pp. 8-20 1989; R. S. Hamada, "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks," The Journal of Finance, Vol. 27, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirtieth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 27-29, 1971. (May, 1972), pp. 435-452, 1972.).</p> <p>La Tabella di seguito riporta evidenze sul calcolo del asset beta (delevering) con i valori di mercato dell'Equity.</p> <table border="1" data-bbox="1302 592 2026 1079"> <thead> <tr> <th>Anno decisione</th> <th>Paese</th> <th>Autorità</th> <th>Settore</th> <th>Calcolo gearing</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2023</td> <td>[1] Portogallo</td> <td>ERSE</td> <td>Trasporto, distribuzione stoccaggio gas e rigassificazione GNL</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>[2] Germania</td> <td>BNETZA</td> <td>Trasporto e distribuzione gas</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>[3] Italia</td> <td>AGCOM</td> <td>Telecomunicazioni</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>[4] Olanda</td> <td>ACM</td> <td>Trasmissione e distribuzione elettricità e gas</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>[5] Spagna</td> <td>CNMC</td> <td>Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2024</td> <td>[6] Belgio (Fiandre)</td> <td>VREG</td> <td>Distribuzione elettricità e gas</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2024</td> <td>[7] UK</td> <td>Ofgem</td> <td>Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> <tr> <td>2022</td> <td>[8] UK</td> <td>Ofwat</td> <td>Settore idrico</td> <td>Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering</td> </tr> </tbody> </table> <p>[1]: ERSE, <i>Parametros da Regulacao para o periodo de 2024 a 2027</i>, p. 198. [2]: Bnetza, <i>BK4-21-056</i>, p. 34. [3]: AGCOM, <i>Annesso 2 del Documento V delibera n. 348/19/CONS</i>, p. 7. [4]: <i>The Brattle Group for ACM, The WACC for the Dutch Electricity TSO and Electricity and Gas DSOs</i>, p.19. [5]: CNMC, <i>Circular 2/2019</i>, p.51. [6]: <i>The Brattle Group per VREG, The WACC for the Flemish DSOs for the regulatory period starting in 2025</i>, p. 19. [7]: Ofgem, <i>R110-3 Sector Specific Methodology Decision</i> –</p>	Anno decisione	Paese	Autorità	Settore	Calcolo gearing	2023	[1] Portogallo	ERSE	Trasporto, distribuzione stoccaggio gas e rigassificazione GNL	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2021	[2] Germania	BNETZA	Trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2019	[3] Italia	AGCOM	Telecomunicazioni	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2021	[4] Olanda	ACM	Trasmissione e distribuzione elettricità e gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2019	[5] Spagna	CNMC	Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2024	[6] Belgio (Fiandre)	VREG	Distribuzione elettricità e gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2024	[7] UK	Ofgem	Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering	2022	[8] UK	Ofwat	Settore idrico	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering
Anno decisione	Paese	Autorità	Settore	Calcolo gearing																																													
2023	[1] Portogallo	ERSE	Trasporto, distribuzione stoccaggio gas e rigassificazione GNL	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2021	[2] Germania	BNETZA	Trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2019	[3] Italia	AGCOM	Telecomunicazioni	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2021	[4] Olanda	ACM	Trasmissione e distribuzione elettricità e gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2019	[5] Spagna	CNMC	Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2024	[6] Belgio (Fiandre)	VREG	Distribuzione elettricità e gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2024	[7] UK	Ofgem	Trasmissione e distribuzione elettricità, trasporto e distribuzione gas	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													
2022	[8] UK	Ofwat	Settore idrico	Uso della capitalizzazione di mercato per il de-levering																																													

			<p><i>Finance Annex, 18 July 2024, p. 96.</i> <i>[8]: Ofwat, Creating tomorrow, together: Our final methodology for PR24, Appendix 11 - Allowed return on capital -, pp. 42-43.</i></p> <p>La proposta in consultazione prevede, come già evidenziato, che:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il WACC sia calcolato con un equity beta calcolato con un valore nozionale di gearing pari al 50% (leva finanziaria pari a 1). - I concessionari con un gearing superiore al 75% dovrebbero utilizzare il gearing nozionale del 75% per la ponderazione delle fonti di finanziamento e il gearing nozionale del 50% nel calcolo del WACC. - I concessionari con un gearing inferiore al 75% dovrebbero utilizzare il gearing nozionale del 50% per la ponderazione delle fonti di finanziamento e lo stesso gearing nozionale del 50% nel calcolo del WACC. <p>Il WACC dei concessionari con un gearing superiore al 75% risulterebbe inferiore al WACC dei concessionari che hanno un gearing inferiore al 75%.</p> <p>Si ritiene non condivisibile la previsione di penalizzare quei concessionari che, per rispettare gli obblighi concessori che richiedono di realizzare ingenti investimenti, possano in alcuni periodi tariffari avere un gearing superiore al 75%.</p> <p>Si propone di utilizzare il solo valore nozionale del gearing, pari al 50%, da considerare come valore target del settore, sia per la ponderazione delle fonti di finanziamento che per il calcolo del WACC.</p> <p>Per quanto concerne il campione di società comparabili si rileva che il campione proposto da ART è per metà composto da società operanti in settori regolati dell'energia caratterizzati dall'assenza di rischio volume e oggetto di una rilevante modifica regolatoria a partire dal 2024 (graduale transizione al modello TOTEX), successiva all'inclusione di tali società nel campione dei comparables da parte di ART con la Delibera 139/2023. Riteniamo pertanto maggiormente appropriato aggiornare il campione, includendo altre società operanti in settori regolati dei trasporti (come gestori aeroportuali europei) che riflettano maggiormente il rischio sistematico dei</p>
--	--	--	--

				<p>concessionari autostradali, che sono assoggettati al rischio volume in ciascun periodo regolatorio considerato e si caratterizzano per ingenti piani di investimento. A tal fine proponiamo di includere nel campione le seguenti società: Eiffage, Ferrovial, Vinci, Sacyr, Aena, ADP, Fraport AG.</p> <p>Inoltre, proponiamo che le società incluse nel campione, oltre a soddisfare le caratteristiche individuate dall'Autorità nella proposta in consultazione, debbano soddisfare il test di liquidità sul bid-ask spread (con una soglia pari all'1%) in modo da considerare solo società sufficientemente liquide, dato che società illiquide portano a una sottostima del beta poiché i rendimenti azionari risultano meno correlate con l'indice di mercato di riferimento.</p> <p>Si esprime altresì in riferimento alle modalità di stima del parametro beta, l'esigenza di mantenere l'orizzonte di stima coerente con le delibere precedenti anche al fine di garantire una maggiore continuità di approccio e coerenza.</p> <p>Infine, evidenziamo che i concessionari hanno un profilo di rischio particolarmente elevato per la presenza di un ingente piano di investimenti e la rischiosità greenfield tipica della maggior parte di questi investimenti. La remunerazione di questa maggiore rischiosità richiederebbe un uplift del beta o, comunque, l'adozione del valore massimo del range di beta stimati dall'Autorità.</p>
23	23.9	<p>9. L'Autorità, con propria delibera, procede, entro il 15 settembre di ogni anno, ad aggiornare e rendere noto il tasso di remunerazione del capitale investito da utilizzare, nell'ambito delle procedure di aggiornamento o revisione del PEF.</p> <p>Ai fini della predisposizione del Piano Finanziario Regolatorio si prende a riferimento il tasso di remunerazione determinato all'anno base del nuovo periodo tariffario.</p> <p>Qualora il valore del tasso di remunerazione aggiornato nel secondo anno di ciascun periodo regolatorio, ai sensi della presente</p>	<p>9. L'Autorità, con propria delibera, procede, entro il 15 settembre di ogni anno, ad aggiornare e rendere noto il tasso di remunerazione del capitale investito da utilizzare, nell'ambito delle procedure di aggiornamento o revisione del PEF.</p> <p>Ai fini della predisposizione del Piano Finanziario Regolatorio si prende a riferimento il tasso di remunerazione determinato ultimo disponibile, a seguito della revisione annuale effettuata dall'Autorità all'anno base del nuovo periodo tariffario.</p> <p>Qualora il valore del tasso di</p>	<p>Si propone applicare il WACC ultimo disponibile a seguito delle revisioni annuali da parte di ART, e non il WACC dell'Anno Base che non sarebbe il valore più aggiornato.</p> <p>La Relazione Illustrativa alla Delibera 140/2024 chiarisce che l'aggiornamento del tasso di remunerazione si applica solo a partire a tre anni dalla data di determinazione di tale parametro e una sola volta nel periodo regolatorio, e solo in caso di variazioni maggiori o uguali a +/- 20% rispetto al valore all'Anno Base.</p> <p>Si propone di aggiornare il tasso di remunerazione già dal secondo anno del periodo regolatorio, e in ogni anno successivo, nel caso di una variazione di +/-50 punti base rispetto al WACC previsto per il periodo regolatorio quinquennale, e non come ora nella proposta in caso di una variazione percentuale maggiore o uguale a +/-20%.</p>

		<p>Misura, risultati variati in percentuali maggiori o uguali a +/- 20% rispetto al valore individuato all'anno base del pertinente periodo regolatorio e adottato nel PFR in vigore, il concessionario formula la proposta di aggiornamento tariffario annuale adottando il valore aggiornato.</p>	<p>remunerazione aggiornato in ciascun nel secondo anno di ciascun periodo regolatorio, ai sensi della presente Misura, risultati variati di +/- 50 punti base rispetto al WACC previsto per il periodo regolatorio quinquennale, in percentuali maggiori o uguali a +/- 20% rispetto al valore individuato all'anno base del pertinente periodo regolatorio e adottato nel PFR in vigore, il concessionario formula la proposta di aggiornamento tariffario annuale adottando il valore aggiornato.</p> <p>Per la società di progetto/scopo eventualmente da costituire, il costo del debito corrisponde al costo del finanziamento erogato, al fine di garantire la stabilità dei flussi finanziari a favore dei finanziatori e assicurare che il costo del debito nel tasso di remunerazione sia allineato al costo del debito dei contratti di finanziamento in essere del concessionario.</p> <p>Il valore del Kd dovrà essere opportunamente aggiornato, in occasione della eventuale revisione del piano economico finanziario per la rideterminazione delle condizioni di equilibrio, al verificarsi di eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili non imputabili al concessionario che incidono in modo significativo sull'equilibrio finanziario e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.</p>	<p>L'intervallo proposto assicura un maggiore orientamento al costo di mercato, rispetto alla proposta dell'Autorità che, per la fascia di tolleranza molto ampia, nei fatti non consentirebbe l'aggiornamento del WACC in presenza di mutate condizioni di mercato.</p> <p>Come già evidenziato per la Misura 23.4, si ritiene, che in caso di costituzione di una nuova società di progetto/scopo il costo del debito debba corrispondere al costo medio di finanziamento dei contratti sottoscritti dalla nuova società costituita per assicurare l'adeguata remunerazione del capitale di debito. Il costo del debito assunto in project financing viene aggiornato ad ogni eventuale revisione straordinaria del PEF e in occasione dell'aggiornamento delle condizioni effettive di finanziamento, assunte a condizioni competitive di mercato.</p>
--	--	---	--	---

24	24.2	<p>[...]</p> <p>Per $t = 0$ in relazione a ciascun periodo regolatorio (ovvero in corrispondenza dell'anno coincidente con l'Anno ponte), per la citata sub-componente si assume:</p> $T_{i,G,t+1} = \frac{\Delta C_{i,G,k,t+1} + \Delta C_{i,G,v,t+1}}{V_{m,(t+1)-5}}$ <p>dove:</p> <ul style="list-style-type: none"> - $\Delta C_{i,G,k,ap}$ è il livello incrementale dei costi di gestione, stimato all'Anno ponte rispetto all'Anno base, relativo agli asset entrati in esercizio nel corso dell'Anno ponte; - $\Delta C_{i,G,v,ap}$ è il livello incrementale dei costi di gestione, stimato all'Anno ponte rispetto all'Anno base, relativo all'entrata in vigore di sopravvenienze normative e regolamentari; - $V_{m,1-5}$ indica il volume di traffico medio annuo, calcolabile come media aritmetica dei volumi di traffico previsti ex ante per ogni anno del periodo regolatorio, così come riportati nel Piano Finanziario Regolatorio 	<p>[...]</p> <p>Per $t = 0$ in relazione a ciascun periodo regolatorio (ovvero in corrispondenza dell'anno coincidente con l'Anno ponte), per la citata sub-componente si assume:</p> $T_{i,G,t+1} = \frac{\Delta C_{i,G,k,t+1} + \Delta C_{i,G,v,t+1}}{V_{m,(t+1)-5}}$ <p>dove:</p> <ul style="list-style-type: none"> - $\Delta C_{i,G,k,ap}$ è il livello incrementale dei costi di gestione, stimato all'Anno ponte rispetto all'Anno base, relativo agli asset entrati in esercizio nel corso dell'Anno ponte; - $\Delta C_{i,G,v,ap}$ è il livello incrementale dei costi di gestione, stimato all'Anno ponte rispetto all'Anno base, relativo all'entrata in vigore di sopravvenienze normative e regolamentari; - $V_{m,1-5,t+1}$ indica il volume di traffico medio annuo, calcolabile come media aritmetica dei volumi di traffico previsti ex ante per ogni anno del periodo regolatorio previsto ex-ante e riferito all'anno t+1, così come riportati nel Piano Finanziario Regolatorio 	<p>Si rileva come la misura proposta preveda di applicare – con riferimento ai costi operativi incrementali da nuovi investimenti e da sopravvenienze normative - l'efficientamento non tanto sul costo unitario netto effettivamente consuntivato all'Anno Base, riportato all'Anno Ponte, quanto piuttosto su un costo unitario netto molto più basso.</p> <p>Il costo unitario netto del primo anno del nuovo periodo regolatorio è calcolato come rapporto fra costi operativi consuntivati e la media dei volumi attesi nel periodo regolatorio.</p> <p>La media calcolata sui volumi attesi è maggiore dei volumi di riferimento dell'Anno in cui vengono calcolati i costi operativi netti, in considerazione del fatto che i volumi di traffico crescono nel periodo regolatorio.</p> <p>Con la Delibera 136/2020 relativa al settore aeroportuale, ART aveva avviato a questo effetto distorsivo sull'efficientamento, eliminando nel calcolo del costo unitario netto il riferimento ai volumi medi del periodo regolatorio, sostituendolo con il riferimento ai volumi di traffico dell'anno di calcolo del costo unitario.</p>
25	25.1	<p>La variabile P_{t+1}, con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 24, corrisponde al tasso di inflazione programmata relativo all'anno di applicazione della tariffa, come risultante dalle proiezioni macroeconomiche formulate nell'ultimo Bollettino economico della Banca Centrale Europea disponibile all'inizio di ciascun periodo regolatorio. Qualora i dati pubblicati non coprissero l'intera durata di ciascun periodo tariffario, si fa riferimento al</p>	<p>La variabile P_{t+1}, con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 24, corrisponde al tasso di inflazione programmata relativo all'anno di applicazione della tariffa, come risultante dalle proiezioni macroeconomiche formulate nell'ultimo Bollettino economico della Banca Centrale Europea disponibile all'inizio di ciascun periodo regolatorio.</p> <p>Il dato puntuale di inflazione è riportato nel grafico "Inflazione</p>	<p>Si evidenzia che la delibera non indica quale tasso di inflazione programmata debba essere utilizzato per l'aggiornamento tariffario nel corso del periodo regolatorio. Il Bollettino economico della Banca Centrale Europea riporta diverse stime del tasso di inflazione, ma non menziona l'inflazione programmata.</p> <p>Riteniamo vada utilizzato il dato puntuale di inflazione riportato nella pubblicazione "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024" riportato nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea a pagina 26, in particolare facendo riferimento al valore "IAPC" della tabella di cui alla pubblicazione citata.</p>

		<p>dato dell'ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima per le annualità residue del periodo.</p>	<p>complessiva e indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori” facendo riferimento alla pubblicazione Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine CES, indagine SPF, indagine SMA, Proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024, ed elaborazioni della BCE - Tavola 1 con riferimento alla riga “IAPC”</p> <p>Qualora i dati pubblicati non coprissero l’intera durata di ciascun periodo tariffario, si fa riferimento al dato dell’ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima per le annualità residue del periodo.</p> <p>Il Concessionario provvede all’aggiornamento del tasso di inflazione programmata per l’anno t+1 sulla base dell’ultimo Bollettino economico della Banca Centrale Europea disponibile. Qualora i dati disponibili non coprissero l’anno t+1, il Concessionario può far riferimento al dato dell’ultima annualità disponibile, da utilizzare quale stima del dato per le annualità residue del periodo.</p>	<p>Analogamente a quanto previsto dall’Autorità per il settore aeroportuale con la Delibera 38/2023, si propone l’aggiornamento annuale della tariffa di gestione con l’ultimo tasso di inflazione pubblicato nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea.</p>
26	26.1 – 26.5	<p>1. Con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 24, X_t è l’indicatore di produttività (ossia il coefficiente di incremento della produttività annuo), da determinarsi per la concessione, secondo quanto stabilito dall’articolo 37, comma 2, lettera g), del d.l. 201/2011, con cadenza quinquennale.</p> <p>2. Ai fini del calcolo dell’indicatore di</p>	<p>1. Con riferimento alla formula di aggiornamento tariffario di cui alla Misura 24, X_t è l’indicatore di produttività (ossia il coefficiente di incremento della produttività annuo), da determinarsi per la concessione, secondo quanto stabilito dall’articolo 37, comma 2, lettera g), del d.l. 201/2011, con cadenza quinquennale.</p> <p>2. Ai fini del calcolo dell’indicatore di</p>	<p>Si propone di ripristinare la previsione, già inserita nelle precedenti delibere del 2019 sul Sistema Tariffario di pedaggio, che consente di ridurre l’indicatore di produttività applicato nel periodo regolatorio (previo assenso del Concedente e fermo restando il recupero totale di produttività richiesto dalla SFA) in caso di oggettivi e manifesti vincoli all’efficientamento.</p> <p>Si segnala che anche la Delibera 38/2023 relativamente agli aeroporti ha consentito la riduzione del parametro annuale di recupero della produttività in esito alla SFA, previa opportuna motivazione delle ragioni, fino al 30% del valore previsto da ART in esito all’applicazione della SFA.</p>

	<p>produttività X_t, l'Autorità determina, per ogni periodo regolatorio e sulla base di analisi di benchmark sui costi efficienti effettuate a partire dai dati storici dei concessionari, secondo il metodo di analisi definito nella propria delibera n. 70/2016, l'obiettivo in termini di percentuale complessiva di recupero di efficienza produttiva (X^*), da conseguire entro la conclusione di ciascun periodo regolatorio quinquennale. A partire da tale ultimo valore, il concessionario calcola l'indicatore di produttività annuale X_t valido per il periodo regolatorio, che, in accordo col concedente e previa intesa con l'Autorità, può variare tra gli anni, pur nel rispetto della seguente relazione:</p> $\prod_{t=1}^5 (1 - X_t) = 1 - X^* \quad X_t > 0, \forall t$ <p>3. Ai fini della predisposizione del Piano Finanziario Regolatorio, l'indicatore di produttività X_t è applicato a partire dal primo anno di ciascun periodo regolatorio e per i successivi quattro anni, fermo restando il relativo aggiornamento alla scadenza dello stesso periodo regolatorio.</p> <p>4. Per la concessione in oggetto, il valore della percentuale complessiva di recupero di efficienza produttiva (X^*) è pari a __, __%, mentre l'indicatore di produttività X_t da impiegarsi nella formula del price cap è pari a __, __%.</p> <p>5. Nel caso in cui l'ultimo periodo regolatorio, per effetto della durata</p>	<p>produttività X_t, l'Autorità determina, per ogni periodo regolatorio e sulla base di analisi di benchmark sui costi efficienti effettuate a partire dai dati storici dei concessionari, secondo il metodo di analisi definito nella propria delibera n. 70/2016, l'obiettivo in termini di percentuale complessiva di recupero di efficienza produttiva (X^*), da conseguire entro la conclusione di ciascun periodo regolatorio quinquennale. A partire da tale ultimo valore, il concessionario calcola l'indicatore di produttività annuale X_t valido per il periodo regolatorio, che, in accordo col concedente e previa intesa con l'Autorità, può variare tra gli anni, pur nel rispetto della seguente relazione:</p> $\prod_{t=1}^5 (1 - X_t) = 1 - X^* \quad X_t > 0, \forall t$ <p>3. Ai fini della predisposizione del Piano Finanziario Regolatorio, l'indicatore di produttività X_t è applicato a partire dal primo anno di ciascun periodo regolatorio e per i successivi quattro anni, fermo restando il relativo aggiornamento alla scadenza dello stesso periodo regolatorio.</p> <p>4. Per la concessione in oggetto, il valore della percentuale complessiva di recupero di efficienza produttiva (X^*) è pari a __, __%, mentre l'indicatore di produttività X_t da impiegarsi nella formula del price cap è pari a __, __%.</p> <p>5. Nel caso in cui l'ultimo periodo regolatorio, per effetto della durata</p>	<p>Come principio generale, infatti:</p> <ol style="list-style-type: none"> l'efficientamento deve essere graduale e sostenibile anche al fine di non compromettere la qualità di servizio; le valutazioni di tipo econometrico potrebbero non tenere adeguatamente conto dei vincoli oggettivi alle azioni di efficientamento dati dalla rigidità dei costi. <p>Inoltre, si ritiene che non sia ragionevole richiedere al concessionario l'implementazione di un parametro di efficientamento dei costi, stimato su dati storici, in seguito o in presenza di eventi di forza maggiore che alterano già di per sé in maniera significativa la redditività della concessionaria. A tal fine, suggeriamo di integrare il testo della delibera in alcuni punti, al fine di chiarire la possibilità per il concedente e il concessionario di sospendere in alcuni anni della concessione l'implementazione del parametro di efficientamento in presenza di eventi di forza maggiore o comunque di eventi non direttamente riconducibili alla società.</p>
--	--	--	--

complessiva della concessione, sia composto da un numero di anni n inferiore a 5, il concessionario, in accordo con il concedente e previa valutazione dell'Autorità, può distribuire la percentuale complessiva di recupero X^* , determinata per il quinquennio precedente, sull'ultimo periodo regolatorio secondo la seguente formula:

$$\prod_{t=j}^{5+n} (1 - X_t) = 1 - X^* \quad X_t \geq 0, \forall t$$

dove $j=2$ se il periodo regolatorio composto da un numero di anni n inferiore a 5 è il secondo, mentre $j=1$ in tutti gli altri casi.

complessiva della concessione, sia composto da un numero di anni n inferiore a 5, il concessionario, in accordo con il concedente e previa valutazione dell'Autorità, può distribuire la percentuale complessiva di recupero X^* , determinata per il quinquennio precedente, sull'ultimo periodo regolatorio secondo la seguente formula:

$$\prod_{t=j}^{5+n} (1 - X_t) = 1 - X^* \quad X_t \geq 0, \forall t$$

dove $j=2$ se il periodo regolatorio composto da un numero di anni n inferiore a 5 è il secondo, mentre $j=1$ in tutti gli altri casi.

- 6. Fermo restando il valore della percentuale complessiva di recupero X^* , il concedente può definire, in prima applicazione, una diversa imputazione dell'indicatore di produttività X_t rispetto a quella quinquennale prevista nella formula di cui al punto 26.2, inclusa la sospensione dell'indicatore di produttività per alcuni degli anni della concessione, al verificarsi di una delle seguenti condizioni:**
- a) **Inefficienza strutturale derivante da un'estesa chilometrica complessiva delle tratte autostradali oggetto della concessione inferiore alla soglia minima definita con delibera dell'Autorità n.70/2016;**
 - b) **Presenza, per ragioni di manifesta, oggettiva e**

			<p>documentata evidenza, di vincoli alle azioni di efficientamento, volte ad assicurare il raggiungimento, dell'obiettivo di recupero di efficienza produttiva X*;</p> <p>c) Compromissione, pur in presenza di oggettive e documentate azioni di efficientamento, dei requisiti di solidità patrimoniale come previsti dall'articolo 11, comma 5, della legge 23 dicembre 1992, n.498.</p> <p>d) Presenza di eventi e/o circostanze di forza maggiore o comunque non imputabili al concessionario, nel corso o ad esito dei quali non risulterebbe ragionevole richiedere ulteriori efficientamenti al concessionario.</p> <p>Al riguardo, il concedente e il concessionario sottopongono le proprie determinazioni all'Autorità, al fine di consentire a quest'ultima di valutarne l'impatto sul Sistema tariffario.</p>	
29	29.2	<p>1. È possibile, ex ante, prevedere, per ciascun anno del periodo concessorio, l'inclusione delle poste figurative di cui al punto 2.14, al fine di anticipare o posticipare la contabilizzazione dei costi ammessi rispetto all'anno di effettiva competenza, a condizione che sia rispettato il principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del</p>	<p>1. È possibile, ex ante, prevedere, per ciascun anno del periodo concessorio, l'inclusione delle poste figurative di cui al punto 2.14, al fine di anticipare o posticipare la contabilizzazione dei costi ammessi rispetto all'anno di effettiva competenza, a condizione che sia rispettato il principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del</p>	<p>Non si condivide la proposta di differenziare le poste figurative, già presenti nell'attuale sistema tariffario, in due sub-componenti a cui applicare una remunerazione differente da quella applicata al Capitale Investito Netto.</p> <p>Nelle osservazioni sulla Misura 8, punto 8.1, abbiamo già fatto riferimento alle Linee Guida ANAC n.9 del marzo 2018 e al contratto standard per l'affidamento della progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche, approvato dall'ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato nel 2021</p>

	<p>periodo concessorio di cui alla Misura 11, punto 2 lettera c). Tali poste figurative ex ante afferiscono alla sola componente tariffaria di costruzione e sono ricomprese nella formula di cui alla Misura 27, e tengono inoltre conto delle indicazioni operative di cui alla delibera n. 15/2024.</p> <p>2. Le Poste Figurative, ove previste, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</p> <p>a) Poste Figurative correlate ai costi di rimborso del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il WACC;</p> <p>b) Poste Figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 25.</p>	<p>periodo concessorio di cui alla Misura 11, punto 2 lettera c). Tali poste figurative ex ante afferiscono alla sola componente tariffaria di costruzione e sono ricomprese nella formula di cui alla Misura 27, e tengono inoltre conto delle indicazioni operative di cui alla delibera n. 15/2024.</p> <p>2. Le Poste Figurative, ove previste, sono riconducibili alle seguenti distinte sub-componenti nel rispetto del relativo peso percentuale sui costi di capitale ammessi in ciascuna annualità:</p> <p>a) Poste Figurative correlate ai costi di rimborso del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il WACC;</p> <p>b) Poste Figurative correlate ai costi di remunerazione del capitale, per le quali la valutazione della neutralità finanziaria è effettuata applicando, per la relativa attualizzazione, il tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 25.</p> <p>Per assicurare il mantenimento della neutralità economico-finanziaria, il livello delle poste figurative, per gli anni da $t + 1$ alla fine del periodo concessorio, deve essere annualmente ricalcolato sulla base dei meccanismi di adeguamento annuale della componente tariffaria di costruzione. La componente $\Delta T_{K,(t+1)}$ di cui al punto 25 deve essere</p>	<p>secondo cui la verifica dell'equilibrio finanziario richiede un TIR di Progetto che tende al WACC e un TIR dell'Equity che tende al R_e.</p> <p>Questo calcolo richiede necessariamente, ai fini della verifica della neutralità economico finanziaria, che la capitalizzazione delle Poste Figurative venga effettuata al WACC e che la remunerazione dell'eventuale Valore di Subentro venga anche essa effettuata al WACC.</p> <p>La proposta in consultazione che prevede di distinguere le Poste Figurative in due sub-componenti e di capitalizzare le Poste Figurative correlate i costi del capitale al tasso di inflazione, e di remunerare il Valore di Subentro al costo del debito, non consente di ottenere un TIR di Progetto che tende al WACC e un TIR dell'Equity che tende al R_e.</p> <p>Si segnala, inoltre, che già il CIPE si era espresso sul tasso di capitalizzazione delle Poste Figurative con la Delibera 39/2007, sul principio di neutralità economico finanziaria che richiede (i) il recupero dei costi ammessi a fini regolatori negli anni successivi, senza distinzione tra ammortamento e remunerazione del capitale, in caso di differimento temporale del riconoscimento in tariffa; e (ii) la capitalizzazione al tasso di congrua remunerazione calcolato con la metodologia WACC/CAPM.</p> <p>La stessa Autorità ha poi sempre previsto, nel rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria, che le Poste Figurative devono essere attualizzate al WACC senza effettuare alcuna distinzione in sub-componenti.</p> <p>ART nella Delibera 29/2020 avente ad oggetto il sistema tariffario di pedaggio di Tangenziale Esterna ha chiarito che, al fine di garantire il livello di remunerazione effettivamente spettante al concessionario, il tasso da utilizzare per la capitalizzazione/attualizzazione delle Poste Figurative deve essere pari al tasso di rendimento medio ponderato, rappresentativo del tasso di remunerazione riconosciuti sul Capitale Investito.</p> <p>Si propone pertanto di mantenere la formulazione del Modello Tariffario vigente, che prevede il ricalcolo annuale delle Poste Figurative sulla base dei meccanismi di adeguamento annuale</p>
--	--	---	---

			pertanto ulteriormente adeguata a seguito di tale ricalcolo.	<p>della componente tariffaria di costruzione, con la remunerazione al WACC. Alternativamente, si propone che anche le poste figurative di cui al punto b) siano remunerate al WACC.</p> <p>L'equilibrio economico finanziario è verificato prospetticamente quando il Tasso Interno di Rendimento di progetto ("TIR di progetto") è uguale al Costo medio ponderato del capitale (WACC) e il TIR dell'Equity è uguale a R_e. La previsione di utilizzare il tasso di inflazione su una parte delle Poste Figurative, e di remunerare il CIN riconducibile al Valore di subentro al K_d, non consentirebbe di rispettare il principio di neutralità economico finanziaria.</p>
32	32.1	<p>1. Con riferimento alla formula di adeguamento tariffario di cui alla Misura 30, la componente $\Delta T_{K,(t+1)}$ è costituita da due sub-componenti, con le seguenti modalità:</p> <p>[...]</p> <p>a) la seconda sub-componente ($H_{K,(t+1)}$) rappresenta la penalità applicabile nel caso in cui il ritardo nell'effettuazione degli investimenti sia imputabile al concessionario, al fine di disincentivare il posticipo degli investimenti stessi, fatti salvi i meccanismi di penalità previsti dalla convenzione, che possono arrivare anche alla revoca della stessa, e si determina come segue:</p> <p>[...]</p>	<p>1. Con riferimento alla formula di adeguamento tariffario di cui alla Misura 30, la componente $\Delta T_{K,(t+1)}$ è costituita da due sub-componenti, con le seguenti modalità:</p> <p>[...]</p> <p>a) la seconda sub-componente ($H_{K,(t+1)}$) rappresenta la penalità applicabile nel caso in cui il ritardo nell'effettuazione degli investimenti sia imputabile al concessionario, sulla base di una sentenza emessa da un Tribunale Amministrativo, al fine di disincentivare il posticipo degli investimenti stessi, fatti salvi i meccanismi di penalità previsti dalla convenzione, che possono arrivare anche alla revoca della stessa, e si determina come segue:</p> <p>[...]</p>	<p>Si ritiene che il meccanismo di penalità previsto nella componente tariffaria di costruzione con riferimento ai ritardati investimenti non possa essere basato su meccanismi discrezionali, lasciati alla verifica del concedente.</p> <p>Si propone, pertanto, che la penalità venga applicata sulla base di una sentenza emessa da un Tribunale Amministrativo.</p> <p>- Evidenziamo, al riguardo la previsione di penalità discrezionalmente individuate dal concedente introdurrebbe incertezza rispetto ai profili tariffari attesi dal concessionario nel corso del periodo regolatorio.</p> <p>La Misura dovrebbe prevedere l'allocazione del rischio di costruzione con l'applicazione di penali, nei soli casi in cui il ritardo è attribuibile a colpa o fatto del Concedente.</p>
33		Meccanismo di contenimento dei maggiori ricavi mediante revenue sharing		<p>Si rimanda a tal proposito alle osservazioni alla Misura 3. Nell'ipotesi in cui le stime di traffico fossero da considerarsi fisse e invariabili per tutta la durata della concessione, la Misura 33 non risulterebbe giustificata nel contesto di una piena allocazione del rischio traffico al concessionario per tutta la durata della concessione.</p> <p>Si suggerisce pertanto di:</p> <p>- Chiarire, come osservato per la Misura 3, che al</p>

				<p>termine di ogni periodo regolatorio le stime di traffico inserite nel PEF sono soggette ad aggiornamento. In caso contrario, ovvero nel caso di allocazione del rischio traffico per tutta la durata della concessione, eliminare il riferimento al meccanismo di revenue sharing di cui alla Misura 33.</p>
35	35.1	<p>1. Qualora alla scadenza della concessione non risulti possibile il subentro del nuovo concessionario senza soluzione di continuità, il concessionario uscente, nell'ambito di quanto stabilito convenzionalmente circa l'obbligo di proseguimento nella gestione ordinaria dell'infrastruttura e fatte salve specifiche disposizioni che dovessero regolare la quantificazione degli eventuali benefici netti registrabili nel periodo compreso tra la data di scadenza della concessione e la data di effettivo subentro, fa riferimento ai seguenti criteri di regolazione tariffaria:</p> <p>a) la dinamica della componente tariffaria di gestione è determinata dal trascinarsi di quella vigente alla scadenza della concessione, incrementata annualmente, a partire dal 1° gennaio dell'anno successivo, sulla base del tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 25;</p> <p>[...]</p>	<p>1. Qualora alla scadenza della concessione non risulti possibile il subentro del nuovo concessionario senza soluzione di continuità, il concessionario uscente, nell'ambito di quanto stabilito convenzionalmente circa l'obbligo di proseguimento nella gestione ordinaria dell'infrastruttura e fatte salve specifiche disposizioni che dovessero regolare la quantificazione degli eventuali benefici netti registrabili nel periodo compreso tra la data di scadenza della concessione e la data di effettivo subentro, fa riferimento ai seguenti criteri di regolazione tariffaria:</p> <p>a) la dinamica della componente tariffaria di gestione è determinata dal trascinarsi di quella vigente alla scadenza della concessione, incrementata annualmente, a partire dal 1° gennaio dell'anno successivo, sulla base del tasso di inflazione programmata di cui alla Misura 25 aggiornato in ciascun anno;</p> <p>[...]</p>	<p>Si ritiene necessario che ART specifichi – nell'ambito del calcolo della tariffa di gestione post-scadenza – se il tasso di inflazione da applicare nella dinamica tariffaria è aggiornato ogni anno con l'ultimo valore disponibile, o se rimane costante per tutto il periodo fra la scadenza della concessione e l'effettivo subentro.</p> <p>In particolare, si propone l'aggiornamento annuale nel corso del periodo successivo alla scadenza del tasso di inflazione all'ultimo valore disponibile.</p>