

## OSSERVAZIONI AISCAT A DELIBERA 140/2024

### 1. Introduzione

La delibera 140/2024 del 23 ottobre 2024 (“Delibera”) avvia il procedimento e indice una consultazione pubblica sugli elementi per la definizione dello schema di concessione e del sistema tariffario di pedaggio relativi alla tratta autostradale A22 Brennero-Modena.

Come rappresentato nelle premesse della Delibera e nella Relazione illustrativa, tale procedimento si inserisce in un lungo iter che, partendo dal **mancato rispetto di scadenze fissate con successivi interventi di normativa primaria per l'affidamento della tratta in questione**, a partire dal 2017 ha in ultimo previsto il nuovo termine del 31 dicembre 2024 per la pubblicazione del bando di gara per la tratta in questione (art. 1, comma 2-bis, del D.L. 89/2024, convertito in legge 120/2024).

L'articolato iter legislativo e il successivo iter amministrativo, ambedue sintetizzati nella citata Relazione illustrativa, hanno portato al procedimento in questione e all'emanazione di **un documento di consultazione con procedure di urgenza** che consentono un **approfondimento istruttorio che risente delle tempistiche ristrette a disposizione**.

La scrivente associazione rileva con preoccupazione **il ripetersi, per il comparto autostradale, del ritardo nell'attuazione degli obiettivi temporali definiti dalla legge**. Parimenti, si osserva **come tali ritardi e incertezze finiscano per trasferirsi anche sulla definizione stessa del quadro di regolazione di riferimento**. Come noto, un quadro regolatorio definito è condizione imprescindibile per assicurare, tramite l'accesso ai mercati finanziari, la realizzazione dei Piani di investimento di ammodernamento e potenziamento della rete.

In tale contesto le continue modifiche del quadro regolatorio, anche se applicate per nuovi affidamenti, nella pratica, determinano una situazione che nei fatti collide fortemente con i principi di certezza e trasparenza regolatoria. Tali principi sono stati rappresentati dalla stessa Autorità all'interno di recenti pubblicazioni sul settore, inclusi gli indirizzi contenuti nel documento “Metodologia alla base dei sistemi tariffari di pedaggio relativi alle concessioni autostradali adottati dall'Autorità” (“Documento VIR”). Tali continue modifiche al quadro regolatorio determinano infatti evidenti ripercussioni negative nella percezione del rischio da parte degli *stakeholder*, nonché tendono a delineare profondi profili di discontinuità e discriminazione all'interno del settore stesso, vanificando l'intento iniziale dell'Autorità di determinare un quadro regolatorio più omogeneo.

La consultazione in oggetto, infatti, sembra delineare un quadro che, **pur introducendo un numero solo apparentemente limitato di innovazioni nell'impostazione del modello concessorio e regolatorio, va invece a incidere in profondità su certezza e sostenibilità del medesimo, nonché sull'appetibilità della tratta per gli investitori (anche internazionali) in sede di gara per l'aggiudicazione**. L'insieme delle modifiche poste in consultazione, peraltro in generale non sufficientemente descritte, motivate e valutate in termini di impatto atteso per poter consentire una compiuta interlocuzione in sede di consultazione, **configura l'eventualità di un sensibile sbilanciamento della matrice dei rischi a sfavore del concessionario**. Le misure, infatti, intervengono in maniera **sistematica** con:

- **la riduzione della redditività dei concessionari**, con impatti negativi stimabili fino a più di 200 punti base rispetto all'ultimo valore approvato da ART per il settore autostradale con la delibera ART n.124/2024;
- **il mancato rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria, criterio essenziale di legittimità di alcuni strumenti del modello di regolazione, in primis per quanto riguarda il calcolo delle poste figurative e la remunerazione del capitale investito, inclusivo della parte riconducibile ad un eventuale valore di subentro;**

- l'introduzione di elementi di differenziazione degli operatori autostradali, rispetto ad operatori infrastrutturali in altri settori, che determinerebbe un approccio penalizzante, in questo caso, per i nuovi affidamenti.

Non meno importante è rilevare **l'apparente contraddittorietà di alcune soluzioni regolatorie poste in consultazione, in particolare se lette alla luce dell'ampia analisi condotta nel Documento VIR**, richiamato nell'ambito della consultazione in oggetto e che ha informato diverse recenti delibere dell'Autorità, tra cui la delibera n.62/2024 del 15 maggio scorso per l'Aggiornamento del sistema tariffario di pedaggio. Ci si riferisce, a titolo di esempio, al già segnalato tema della **neutralità economico finanziaria delle poste figurative** (cfr. par. D.2.1 del Documento VIR) e al **Revenue Sharing sul rischio traffico** (cfr. par. E.1.3.6 del Documento VIR), tematiche in relazione alle quali le soluzioni poste in consultazione appaiono non coerenti rispetto agli esiti della VIR. Tali criticità si rilevano anche in relazione al tema di equilibrio economico e corretta allocazione dei rischi, dove si segnala l'opportunità di rendere univoca e trasparente **la matrice dei rischi** da applicare ai rapporti concessori, tematica che pare invece inadeguatamente affrontata nella consultazione in discussione.

A titolo illustrativo si segnala **che l'impatto delle nuove misure introdotte dal modello in consultazione potrebbero determinare una riduzione della redditività della concessione oggetto del nuovo affidamento, rispetto ai livelli di redditività attualmente riconosciuti, nell'ordine di 200-300 punti base**. Tali impatti non risultano trascurabili alla luce del fatto che gli operatori infrastrutturali operano nell'ambito di mercati internazionali altamente competitivi, dove il nuovo quadro regolatorio per A22 si confronterebbe con la redditività prevista per le concessioni esistenti nel settore autostradale e con la redditività degli altri settori infrastrutturali con caratteristiche analoghe. Meccanismi diversi per alcune delle concessioni e disallineati dalle evidenze nazionali e internazionali ridurrebbero l'appetibilità del settore sul mercato dei capitali e rischierebbero di svantaggiare gli operatori attivi nel settore o su specifiche tratte, vista la ragionevole aspettativa di rendimento a copertura dei rischi regolatori a cui è soggetto il settore.

Alla luce di tali considerazioni, si sottolinea **l'assoluta importanza che lo sviluppo della regolazione in settori infrastrutturali, come quello autostradale, sia sempre guidata dalla necessità di fornire certezza, trasparenza e prevedibilità della disciplina, oltre che gradualità dei processi di evoluzione**. Il processo di consultazione dovrebbe consentire infatti agli operatori, agli investitori e ai finanziatori di rappresentare compiutamente le proprie esigenze di carattere industriale, economico e finanziario, e al regolatore di analizzare in profondità le considerazioni ricevute al fine di addivenire a soluzioni ponderate, motivate e coerenti con le esigenze trasportistiche e strategiche del Paese. Il mancato rispetto di un procedimento come quello appena descritto si traduce in un accrescimento del **rischio regolatorio e, in ultima analisi, produce effetti negativi in termini di accesso ai mercati per la finanziabilità degli investimenti, a detrimento anche dell'interesse degli utenti finali e del sistema produttivo nazionale**. A tale considerazione si aggiunga come le incertezze che derivano dal quadro appena descritto finiscano per **ricadere negativamente sulla effettiva competitività che potrà svilupparsi in sede di gara e accrescano il rischio di contenzioso connesso e conseguente**.

Al riguardo facciamo presente che il quadro regolatorio è un aspetto rilevante nella determinazione del merito creditizio dei concessionari autostradali da parte delle agenzie di *rating*. Ad esempio, Moody's assegna al quadro regolatorio un peso del 10% nella propria valutazione del merito creditizio.<sup>1</sup> Analizzando le "score cards" attribuite da Moody's ad ASPI e ASTM, si riscontrano valori *investment grade* su tutti i parametri valutativi qualitativi e quantitativi, fatta eccezione per il sistema regolatorio a cui è attribuita una valutazione *sub-investment grade*.<sup>2</sup> Un quadro regolatorio stabile, certo e coerente, riducendo il rischio regolatorio, consente di ridurre il costo del capitale e porterebbe quindi a benefici per i concessionari autostradali e per il settore stesso, ma anche per gli utenti finali.

Il resto del presente documento è strutturato come segue:

<sup>1</sup> Moody's (2022), *Rating Methodology. Privately Managed Toll Roads*, dicembre.

<sup>2</sup> Si veda ad es. Moody's (2024), *ASTM S.p.A. Update following rating affirmation*, maggio.



- la **sezione 2** tratta le principali proposte di cambiamento rispetto al quadro regolatorio attuale contenute nella Delibera in relazione alla metodologia per il calcolo del WACC, mettendo in luce le principali criticità;
- la **sezione 3** considera le principali proposte di cambiamento al più ampio quadro regolatorio, anche in questo caso mettendo in luce una serie di criticità.

## 2. La metodologia del calcolo del WACC (Misura 23)

### 2.1 Introduzione

La metodologia di calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito, individuata nel c.d. costo medio ponderato del capitale ("WACC"), rappresenta uno dei principali elementi rispetto a cui la Delibera propone di introdurre modifiche per far evolvere le modalità di calcolo attualmente applicate.

Sebbene l'intenzione di rivedere l'attuale metodologia di calcolo del WACC sia accolta con favore alla luce delle numerose limitazioni che caratterizzano la metodologia attuale (si veda il Box 1 in appendice per maggiori dettagli), non in linea con la *best practice*, come ampiamente rappresentato anche in passato, nella pratica le proposte paiono avere un impatto limitato nel mitigare tali criticità.

La Delibera propone alcune innovazioni e modifiche rispetto alle metodologie di calcolo di una serie di parametri, ovvero, (i) il *gearing*, (ii) il costo del debito, (iii) il tasso *risk-free*, (iv) il *beta*, (v) l'*equity risk premium* e (vi) l'introduzione di un meccanismo di *trigger*. Tuttavia, le proposte appaiono, in larga parte, non risolutive in quanto presentano una serie di limitazioni, molte delle quali comuni all'attuale metodologia, come più approfonditamente discusso a seguire. Tra queste si citano in particolare:

- **la discrezionalità della metodologia** (ad es. rispetto alla stima del *beta* e del premio al debito), che richiede una maggiore trasparenza per ridurre l'incertezza rispetto ai possibili esiti di decisioni regolatorie future e quindi, in ultima istanza, il rischio regolatorio a cui i concessionari sono esposti. Sebbene, per alcuni aspetti, la Delibera abbia fornito maggiori dettagli sulla metodologia adottata, alcune delle modifiche proposte possono essere più adeguatamente motivate e/o rese più coerenti con gli obiettivi indicati;
- **la rigidità del modello**, in presenza di un quadro macro-economico complesso ed elevata volatilità nei mercati, prevedendo la fissazione di un parametro del WACC per l'intero quinquennio del periodo regolatorio, espone i concessionari a un eccessivo rischio di variazioni significative nei tassi di mercato. La Delibera prospetta l'introduzione di un meccanismo di *trigger* per fare fronte a questa criticità, tuttavia, la soglia eccessivamente elevata ne rende improbabile l'attivazione, mentre la previsione di verifica del *trigger* solo nel secondo anno del periodo regolatorio rischia di limitarne ulteriormente l'efficacia;
- **l'applicazione di condizioni diverse (e in particolare un WACC diverso) a diversi concessionari a seconda dell'anno in cui il periodo regolatorio ha preso avvio**, con il risultato che, in uno stesso anno, a concessionari diversi sono riconosciuti valori del WACC diversi. Tale approccio, associato all'elevata volatilità dei tassi di interesse registrata negli ultimi anni, potrebbe portare a tassi potenzialmente diversi per investimenti "simili". Sebbene nel Documento VIR la stessa ART abbia evidenziato l'opportunità, ove possibile, di applicare a tutti i concessionari lo stesso WACC per i nuovi investimenti realizzati in uno specifico anno, quanto prospettato nella Delibera pare andare nella direzione opposta. In particolare, la previsione dei due livelli di *gearing* e la verifica del *trigger* unicamente nel secondo anno del periodo regolatorio potrebbero condurre a sei diversi WACC applicati ai concessionari in uno stesso anno. Non è quindi chiaro se questo sia l'obiettivo perseguito dalla Delibera, nonostante il diverso orientamento espresso nel Documento VIR.

### 2.2 Gearing (Misura 23.2 e 23.3)

La Delibera propone l'utilizzo di due valori nozionali di *gearing*, 50% e 75%, a seconda del *gearing* effettivo di ciascun concessionario. Tale approccio presenta varie limitazioni. In primo luogo, la metodologia proposta per il *gearing* non è internamente coerente con quella proposta per il parametro *beta* (per via delle modalità di *de-levering* proposte). I valori proposti sono eccessivamente elevati per il settore autostradale, soprattutto se confrontati a quelli individuati per altri settori regolati, e non paiono adeguatamente supportati da precedenti regolatori. Inoltre, la proposta del limite superiore pari al 75%

si discosta significativamente dai valori individuati in precedenza per il settore autostradale in Italia. Infine, il calcolo del *gearing* per i singoli concessionari è effettuato utilizzando i valori di libro del debito e del capitale sociale, mentre è preferibile l'utilizzo dei valori di mercato. Sempre in linea con la prassi in materia, l'utilizzo del debito netto sarebbe preferibile.

L'approccio proposto dalla Delibera prevede l'utilizzo di un valore nozionale di *gearing*, superando l'attuale metodologia basata sulla media di settore derivata dai valori di bilancio dei debiti finanziari e del patrimonio netto. Nello specifico, la Delibera individua due possibili valori per il *gearing*:

- 50%, per le imprese il cui *gearing* medio rilevato dai valori di bilancio relativi agli ultimi 3 anni precedenti l'anno di calcolo del WACC, risulta inferiore a 75%;
- 75% per le imprese con patrimonio netto positivo il cui *gearing* medio dai valori di bilancio, relativi agli ultimi 3 anni precedenti l'anno di calcolo del WACC, risulta pari o superiore a 75%.

Il *gearing* medio per ciascun concessionario è calcolato come media ponderata crescente del *gearing* effettivo negli ultimi tre anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC, rilevato sui dati contabili di bilancio della società, come rapporto tra: (i) il valore complessivo dei debiti finanziari, ivi inclusi i debiti verso soci, i debiti infragruppo e quelli di tipo infruttifero, e (ii) il valore complessivo del patrimonio netto e dei debiti come definiti al punto (i).

Il *gearing* utilizzato per la ponderazione delle fonti di finanziamento nel calcolo del WACC non è direttamente correlato – come invece precedentemente implementato – alla leva finanziaria utilizzata per il calcolo del *beta*, introducendo un elemento di forte discontinuità e distorsione nel calcolo del WACC.

In linea di principio, il passaggio a un *gearing* nozionale determina maggiore stabilità, trasparenza e prevedibilità rispetto all'approccio attuale. Tuttavia, l'implementazione proposta nella Delibera risente di una serie di importanti criticità, dettagliate come segue.

- **Come già indicato, l'approccio proposto nella Delibera per il *gearing* non è internamente coerente con la metodologia di *re-levering* dei valori dell'*asset beta*.** Come discusso anche nelle seguenti sezioni, la Delibera effettua il *re-levering* del parametro *beta* (ovvero il passaggio da *asset beta* ad *equity beta*) applicando esclusivamente un valore della leva nozionale pari a 1, corrispondente a un *gearing* pari a 50%, a prescindere dal valore di *gearing* individuato per il singolo concessionario. Tale approccio comporta un'incoerenza interna e penalizza ingiustificatamente i concessionari per i quali la Delibera individua un *gearing* nozionale del 75%, la cui rischiosità legata alla struttura finanziaria viene sottostimata nella definizione del costo del capitale proprio.
- **Lo scaglione del 75% individuato dalla Delibera è eccessivamente elevato per il settore autostradale e non è adeguatamente supportato da precedenti regolatori.** A livello europeo, i valori di *gearing* nozionale definiti dai regolatori in diversi settori (trasporto, energia, idrico) si collocano generalmente tra il 50% ed il 60%. In linea di principio, il valore nozionale di *gearing* applicato ai concessionari autostradali dovrebbe essere inferiore rispetto a quello degli operatori di infrastrutture energetiche o idriche, in particolare considerando la maggiore esposizione al rischio volume e, laddove presente, al rischio costruzione a cui sono soggetti i concessionari autostradali, anche a fronte di una regolazione basata sul *price cap* invece che sul *revenue cap*. La Relazione illustrativa allegata alla Delibera indica che il *gearing* pari a 50% "è stato selezionato in modo da fornire un segnale circa il corretto bilanciamento tra i benefici fiscali e lo stress finanziario collegati ad un *gearing* più elevato", in linea con quanto rilevato per le società con *rating* di tipo "*investment grade*", pari ad A. Dall'altra parte, l'Autorità ha previsto con il *gearing* a 75% "una soglia di tolleranza" per evitare comportamenti opportunistici, "ossia al fine di fornire un giusto segnale di prezzo, coerente con i citati valori *benchmark*" (cfr. Relazione illustrativa, pag. 5). Si evidenzia tuttavia che:

- nel settore autostradale sono rari i casi di concessionarie con *rating* pari ad A, tale riferimento non risulta pertanto rappresentativo;
  - la struttura finanziaria scelta dagli operatori non è del tutto svincolata dai rischi regolatori connessi al settore e, pertanto, non può risultare in una penalizzazione ulteriore a loro carico. Gli anni di ritardo e il mancato aggiornamento dei livelli tariffari hanno infatti condotto a un ricorso a fonti di finanziamento prevalentemente esterne per la realizzazione degli investimenti.
- **Il calcolo del *gearing* effettivo dei singoli concessionari è effettuato sulla base dei valori di libro dei debiti finanziari e del patrimonio netto, quando nella prassi è generalmente raccomandato l'utilizzo dei valori di mercato.** Vista l'assenza di operatori quotati nel settore autostradale italiano, saranno necessari appositi approfondimenti in sede di istruttoria tecnica al fine di determinare le modalità più adeguate per definire le modalità di calcolo del *gearing*, tenendo in considerazione la disponibilità di dati delle imprese di settore. A tale proposito si ritiene altresì opportuno evidenziare che l'utilizzo del debito lordo e del patrimonio netto come elemento di valutazione risulta limitato dai seguenti principali elementi: (i) l'inclusione dei debiti intra-gruppo nel calcolo della leva finanziaria può avere un effetto distorsivo del reale livello di indebitamento della società, in quanto il debito intra-gruppo di tipo subordinato può essere considerato di fatto come una fonte di finanziamento di capitale; (ii) la mancata inclusione nel debito lordo di una serie di elementi fondamentali per assicurare la realizzazione degli investimenti e la limitazione dei rischi di rifinanziamento della società; e (iii) l'inclusione nel patrimonio netto di alcuni elementi che incrementano la volatilità del dato, senza avere effettiva manifestazione finanziaria. Rientrano nella prima fattispecie: la presenza di cassa disponibile per il prefinanziamento di futuri impegni finanziari, il debito relativo ad eventuali valori di subentro iscritti nell'attivo della società ed il credito da poste figurative emergente dal conto regolatorio. Al contrario, il patrimonio netto dovrebbe essere rettificato per le riserve di *cash flow hedge*, riconducibili a prodotti derivati in portafoglio, in quanto riflesso di una prudente gestione del rischio di oscillazione di variabili finanziarie, nonché per altre eventuali poste non riconducibili a riserve di utili.

### 2.3 Costo del debito (Misura 23.4)

La Delibera propone il calcolo del costo del debito sulla base del costo medio di settore, depurato per eventuali "outlier" / valori non rappresentativi<sup>3</sup> (90%) e della media ponderata degli indici iBoxx BBB (10%). Tale approccio, pur introducendo alcuni elementi di miglioramento rispetto alla metodologia precedentemente adottata, non supera molte delle criticità attuali e ne introduce delle nuove. Con riferimento agli aspetti positivi, si rileva che la metodologia proposta non prevede più la definizione di un *cap* rispetto al valore del tasso *risk-free* (storicamente fissato in misura pari a 200 punti base), eliminando quindi la distorsione precedentemente presente che metteva in relazione una media del debito su cinque anni con il tasso *risk-free* calcolato sugli ultimi 12 mesi. Dall'altra parte, tuttavia, la metodologia proposta risente del fatto che i valori di bilancio e le caratteristiche del debito considerato nella metodologia di calcolo prospettata nella Delibera non sono pubblicamente disponibili e non possono quindi essere replicati né *ex-ante* né *ex-post*. La metodologia si basa poi solo su valori storici, non tenendo conto dell'incertezza legata all'evoluzione dei tassi. Inoltre, il calcolo del costo medio di settore è soggetto ad aggiustamenti secondo principi non sempre motivati, che potrebbero sottostimare il costo del debito. In aggiunta, la scelta dei pesi di ponderazione (90% e 10%) dovrebbe essere adeguatamente motivata. Non meno rilevante osservare come il semplice utilizzo di un indice iBoxx non rifletta il valore del merito creditizio dei concessionari italiani. Infine, l'utilizzo di dati relativi ad "anni solari" per gli indici di mercato comporta un disallineamento temporale tra i dati utilizzati nella definizione del WACC ed i valori di mercato al momento della delibera (metà settembre).

<sup>3</sup> Ad es. i dati relativi alle concessioni scadute.

La Delibera propone di calcolare il costo ammesso sul capitale di debito come media ponderata tra:

- il costo medio del debito di settore, calcolato sulla base dei valori di bilancio dei concessionari come media ponderata crescente dei valori di bilancio negli ultimi tre anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. La media del costo del debito di settore è calcolata escludendo le società che non hanno tratte a pedaggio in esercizio, o che risultano scadute, tenendo in considerazione oneri e debiti finanziari relativi al finanziamento degli investimenti, inclusi i debiti infragruppo, infruttiferi, e verso soci, con la limitazione che se i debiti infragruppo e verso soci risultano superiori di 50 punti base rispetto alla media del costo del debito verso terzi, questi vengono esclusi;
- un costo del debito *benchmark*, definito sulla base della media ponderata crescente del valore annuo degli indici iBoxx BBB *non financials* con scadenze 10+ e 7-10 anni relativo agli ultimi tre anni solari, prendendo per ciascun anno la mediana delle rilevazioni giornaliere degli indici iBoxx BBB.

Il peso applicato al costo medio del debito di settore è pari a 90%, mentre quello applicato agli indici iBoxx è 10%.

L'approccio proposto dalla Delibera rimuove una delle criticità della metodologia attuale, ossia il disallineamento temporale nel calcolo del premio al debito, attualmente determinato sulla base di una media di cinque anni del costo medio del debito del settore e una media di un anno del tasso privo di rischio. Inoltre, elimina il *cap* al premio al debito rispetto al valore del tasso *risk-free* di 200 punti base, come precedentemente previsto. Ciò detto, per la quota legata ai valori di bilancio (90%) permangono le stesse limitazioni dell'attuale metodologia, discusse di seguito, introducendone delle altre.

- **L'approccio prospettato nella Delibera, per la parte legata al costo medio del debito di settore (90%, dunque preponderante), come l'attuale metodologia, non è trasparente né prevedibile, e incrementa il rischio regolatorio a detrimento della finanziabilità dei concessionari.** I valori di bilancio del costo del debito di settore utilizzati dall'Autorità non sono pubblicamente accessibili e, nell'ambito della valutazione, occorrerebbe conoscere la vita media del debito residuo nonché l'anzianità media del debito utilizzato. Pertanto, i calcoli non sono replicabili né *ex-ante*, al fine di offrire maggiore prevedibilità alle determinazioni, né *ex-post*, al fine di garantire verificabilità dei valori stabiliti. L'approccio proposto introduce quindi una significativa incertezza legata al rischio regolatorio, con conseguente impatto sulla finanziabilità dei concessionari. Difatti, come richiamato in precedenza, un approccio più trasparente e replicabile potrebbe avere un impatto positivo sul merito creditizio, in quanto ridurrebbe il rischio regolatorio e l'incertezza circa i possibili risultati delle decisioni regolatorie.
- **La metodologia proposta si basa esclusivamente su valori storici, e non tiene quindi conto dell'incertezza legata all'evoluzione futura nei tassi di mercato.** A tal proposito, il meccanismo di aggiornamento infra-periodo del WACC, previsto dalla delibera, non risulta efficace, portando, nel corso del periodo regolatorio, ad un disallineamento tra il valore riconosciuto del costo del debito ed i tassi prevalenti di mercato nel caso di cambiamenti rispetto alle condizioni prevalenti in sede di approvazione del WACC.
- **La metodologia di calcolo del costo del debito medio di settore è soggetta ad aggiustamenti arbitrari, che potrebbero portare ad una sottostima del costo del debito effettivo.** La Delibera prevede l'esclusione del costo del debito relativo ai debiti infragruppo e/o ai debiti verso soci qualora risulti superiore di 50 punti base rispetto al costo del debito verso terzi. Tale esclusione, e in particolare la definizione della soglia, dovrebbe essere ulteriormente motivata in quanto sottostima il valore del costo del debito di settore. Sebbene si condivida l'esclusione di valori *outlier*, qualora ART dovesse nutrire delle preoccupazioni legate alla rappresentatività di specifici prestiti, sarebbe opportuno effettuare una valutazione caso per caso e non applicare una soglia onnicomprensiva.
- **I pesi di ponderazione prospettati nella Delibera (90% e 10%) dovrebbero essere adeguatamente giustificati e al momento mancano di trasparenza.** La Delibera non fornisce dettagli su quali analisi siano state effettuate per determinare i pesi di ponderazione dei due valori del costo del debito.

- **Il semplice utilizzo di un indice iBoxx non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani**, in quanto si tratta di una media europea di titoli corporate *investment grade*, mentre il costo del rischio Italia è maggiore rispetto ad altri paesi europei. Il costo del debito misurato sulla base dei dati di mercato relativi agli indici iBoxx con *maturity* 10+ e 7-10 è risultato storicamente più basso del costo del debito misurato sui dati di settore.
- **L'utilizzo di dati relativi agli "anni solari" per gli indici di mercato comporta un significativo disallineamento temporale tra i valori utilizzati in sede di definizione del WACC e quelli prevalenti nel mercato al momento della delibera.** La pubblicazione della delibera per l'aggiornamento annuale del WACC pare infatti confermata entro il 15 settembre. Ci sarebbero quindi quasi nove mesi di dati di mercato effettivamente non catturati dall'approccio proposto.
- **In generale, la metodologia proposta non prevede alcuna componente a copertura dei costi di transazione, diversamente da quanto effettuato per altri settori regolati.**

#### 2.4 Tasso *risk-free* (Misura 23.6)

La Delibera propone un calcolo del tasso *risk-free* basato sui rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale. Come per il costo del debito, il calcolo è basato solamente su valori storici e non tiene conto dell'impatto sulla finanziabilità dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi futuri. Inoltre, il meccanismo di aggiornamento del WACC infra-periodo previsto dalla delibera non determina di fatto delle condizioni adeguate per l'aggiornamento del tasso *risk-free* in un contesto di volatilità di tale parametro. Infine, l'utilizzo dei dati relativi agli anni solari comporta l'esclusione di un numero significativo di dati più recenti rispetto alla data di applicazione del WACC, considerato anche il fatto che la delibera sembra indicare di prendere come riferimento il WACC definito all'Anno Base del periodo regolatorio, ossia quello approvato due anni prima l'avvio del periodo stesso.

La Delibera propone di mantenere una metodologia di calcolo del tasso privo di rischio basata sui rendimenti lordi giornalieri del BTP decennale rilevati dalla Banca d'Italia. Tuttavia, propone altresì di:

- ridefinire l'orizzonte temporale di calcolo da un anno a tre anni;
- considerare la mediana dei dati relativi agli ultimi tre anni solari disponibili;
- calcolare il valore del tasso privo di rischio come media ponderata crescente dei valori mediani annui, attribuendo maggior peso agli anni più recenti.

**La metodologia proposta appare in larga parte coerente con l'approccio adottato in passato e, pertanto, sconta le stesse criticità già individuate.** Inoltre, il passaggio a un orizzonte temporale basato sui dati relativi agli anni solari introduce una ulteriore problematica nella metodologia. Di seguito si riassumono le principali criticità legate all'approccio proposto nella Delibera.

- **Come nel caso del costo del debito, la Delibera prevede l'utilizzo di un valore del tasso *risk-free* basato esclusivamente su valori *backward-looking*, senza alcun aggiustamento per tenere conto dell'impatto sulla finanziabilità generato dall'incertezza sull'evoluzione del tasso privo di rischio.** Al contrario di quanto proposto nella Delibera, a livello europeo è pratica consueta l'utilizzo di un *mix* di evidenze storiche e *forward-looking*, al fine di proteggere gli operatori da eventuali scostamenti tra i valori prevalenti nel mercato al momento della revisione regolatoria e l'evoluzione futura dei tassi. Al riguardo sono disponibili diversi precedenti regolatori, anche a livello nazionale, ma andranno approfonditi accuratamente per essere poi declinati nel contesto specifico in cui i concessionari auto-

stradali operano. Inoltre, la metodologia di aggiornamento infra-periodo del WACC non sembra adeguata a garantire l'aggiornamento del tasso *risk-free* in linea con i parametri di mercato e a garantire la giusta protezione nel contesto di volatilità di mercato.

- **Come nel caso del costo del debito, l'utilizzo dei dati relativi agli "anni solari" comporta l'esclusione di un numero significativo di dati più recenti.** La Delibera propone l'utilizzo di valori basati sugli ultimi tre anni solari, ovvero aggiornati al 31 dicembre dell'anno precedente all'anno di calcolo, a fronte di delibere sul WACC pubblicate entro il 15 settembre. Tale approccio comporta l'esclusione di nove mesi di dati più recenti, e quindi un significativo disallineamento temporale tra i valori determinati e quelli prevalenti nei mercati al momento della delibera sul WACC. L'Autorità stessa, nel Documento VIR, ha rilevato i notevoli impatti sull'attuale modello di calcolo del WACC generati dalla recente volatilità nei mercati e dalla spinta inflazionistica e ha prospettato l'opportunità di valutare meccanismi di aggiornamento per fronteggiare le fluttuazioni più significative (cfr. par. F.2.10). L'utilizzo di dati ancora meno aggiornati di quelli usati nell'attuale metodologia di calcolo appare quindi in contraddizione con un eventuale intento di rendere la metodologia maggiormente riflessiva delle condizioni di mercato correnti.
- **Al momento permane incertezza sul valore che sarà applicato a ciascun concessionario, in particolare se si tratta del WACC determinato nell'Anno Base (come indicato nella Misura 23.9) o nell'anno precedente all'avvio per periodo regolatorio.** Qualora si utilizzasse il valore del WACC definito nell'Anno Base, lo scostamento temporale tra i dati utilizzati per la stima e quelli più recenti disponibili sarebbe ancora maggiore.

## 2.5 Beta (Misura 23.7)

La Delibera, nonostante definisca una serie di criteri per l'individuazione del campione di imprese di riferimento, mantiene una metodologia per il calcolo del *beta* ed un campione di *comparables* analoghi al passato. In primo luogo, si ritiene che i criteri individuati dovrebbero includere un test di liquidità, come previsto per il settore aeroportuale, così da assicurare che il *beta* sia calcolato sulla base di titoli di imprese sufficientemente liquide. L'applicazione dei criteri individuati appare poi arbitraria e introduce nel campione imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali (Snam e Terna). L'inclusione dei gestori aeroportuali nel campione sarebbe invece più rappresentativa e peraltro coerente con i criteri individuati. La Delibera non esplicita le modalità di *de-levering* del *beta* (valori di bilancio o di mercato), ma la prassi suggerisce l'utilizzo dei valori di mercato, facendo riferimento al debito netto e alla capitalizzazione di mercato. La metodologia di *re-levering* proposta nella Delibera non è inoltre internamente coerente, come già evidenziato, con i valori nozionali di *gearing* individuati, pur in presenza della prevedibile necessità per i concessionari di doversi indebitare in alcuni periodi regolatori per finanziare l'incremento nei costi dei piani di investimento. Infine, come per altri parametri, l'utilizzo di dati relativi agli anni solari nella stima del *beta* trascura i dati di mercato più recenti.

In continuità con la metodologia corrente, la Delibera propone di determinare il valore del *beta* sulla base di una regressione che misuri la correlazione tra i rendimenti giornalieri delle azioni di un gruppo di imprese confrontabili (cc.dd. *comparables*) e i rendimenti giornalieri dell'indice Eurostoxx 600. Inoltre, definisce una serie di criteri per l'individuazione dei *comparables*. Nello specifico, questi sono individuati tra le società:

- quotate in borsa;
- con disponibilità di dati per almeno 24 mesi del periodo considerato nel calcolo;
- con merito creditizio "*investment grade*" (ovvero BBB o superiore);

- operative principalmente nell'Unione europea;
- non coinvolte in fusioni e acquisizioni significative;
- 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'*Equity Risk Premium* (ERP) considerato.

Sulla base dei criteri individuati, la Delibera ha selezionato come *comparables* Eiffage, Ferrovia, Snam e Terna, ossia le stesse imprese utilizzate nel recente passato.

La Delibera ha altresì proposto di passare da una regressione di cinque anni, secondo la metodologia corrente, a una regressione basata sugli ultimi tre anni solari precedenti l'anno di calcolo del WACC. Infine, come anticipato nella sezione relativa al *gearing*, la Delibera propone di effettuare il *re-levering* del parametro *beta* applicando esclusivamente un valore della leva nozionale pari a 1, corrispondente a un *gearing* pari a 50%, a prescindere dal valore di *gearing* nozionale individuato per il singolo concessionario (50% o 75%).

Da ultimo, si osserva che la Delibera non discute come effettuare il *de-levering* (ovvero il passaggio da *equity beta* ad *asset beta*) per i valori stimati dall'analisi di regressione svolta sui *comparables*. In passato, il *de-levering* è stato effettuato da ART sulla base dei valori di bilancio del debito e del patrimonio netto di ciascuna impresa, mentre la prassi in materia suggerisce l'utilizzo di valori di mercato.

I criteri definiti dalla Delibera appaiono in linea con la prassi regolatoria; tuttavia, la loro applicazione nella definizione del campione appare arbitraria. Inoltre, la metodologia di calcolo proposta introduce elementi di criticità nell'approccio. Tali problematiche sono discusse in dettaglio a seguire.

- **Si ritiene opportuno inserire, tra i criteri individuati dalla Delibera, un test di liquidità, così da garantire che il parametro *beta* sia calcolato sulla base di imprese sufficientemente liquide.** In tal senso, test appropriati, in linea con la *best practice* regolatoria, includono: (i) test del *bid-ask spread*, (ii) test del valore di *free float*, e (iii) test dello *share turnover*. Test di liquidità analoghi sono utilizzati anche nella definizione del valore del *beta* nell'ambito della determinazione del WACC nel settore aeroportuale.
- **Il campione include imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali.** La Delibera non chiarisce il processo di selezione delle quattro imprese individuate, escludendone altre potenzialmente più adatte, come ad esempio altri operatori di concessioni autostradali quali Vinci e Sacyr. In particolare, l'inclusione di Snam e Terna nel campione è ingiustificata e genera quindi una sottostima del valore del *beta* e del rischio sistematico a cui sono soggetti i gestori di concessioni autostradali. Difatti, i gestori dell'infrastruttura della rete elettrica e del gas hanno un profilo di rischio diverso, e inferiore a quello dei concessionari autostradali, anche in virtù di una minore esposizione al rischio volume. Tale differenza deriva, *inter alia*, da una regolazione basata sul *revenue cap* piuttosto che sul *price cap*, come avviene invece per le autostrade. Ciò è ad esempio confermato dalla "*Global Equity Classification Structure*" sviluppata da Morningstar. Tale sistema di classificazione assegna a ciascun settore una classificazione tra "*defensive*", "*sensitive*" e "*cyclical*", in ordine crescente di esposizione al ciclo economico. Le *utilities* del gas o dell'elettricità vengono classificate come "*defensive*", mentre i gestori di autostrade sono classificati come "*sensitive*" e quindi considerati esposti a un maggiore rischio sistematico.
- **L'inclusione di gestori di aeroporti nel campione di *comparables* sarebbe coerente con i criteri individuati nella Delibera, e potenzialmente più rappresentativo del profilo di rischio dei gestori autostradali rispetto a Terna e Snam.** Vari gestori aeroportuali rispettano infatti tutti i criteri indicati nella Delibera. Sebbene gli aeroporti siano caratterizzati da un'esposizione al rischio volume general-

mente superiore a quella dei concessionari autostradali, la loro inclusione tra i *comparator* consentirebbe di bilanciare l'inclusione di Terna e Snam che non sono impattate dal rischio volume nella stessa misura.

- **La metodologia di *re-levering* proposta nella Delibera non è internamente coerente con i valori nozionali di *gearing* stabiliti.** L'applicazione di un unico valore della leva finanziaria (corrispondente a un *gearing* pari a 50%) è incoerente con l'utilizzo di due valori nozionali di *gearing* nella definizione del WACC (50% e 75%) e risulta ingiustificata. Tale approccio dà luogo a una sottostima della rischiosità legata alla struttura finanziaria degli operatori a cui viene assegnato un *gearing* nozionale di 75%, con conseguente sottostima del valore del costo dell'*equity* e del WACC.
- **L'utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente, conduce potenzialmente a fluttuazioni più significative del *beta* tra un periodo regolatorio e l'altro.** Un'analisi preliminare effettuata sul campione di società comparabili utilizzato da ART indica che la nuova metodologia di calcolo proposta dall'Autorità può portare a variazioni del parametro *beta*, anche di entità rilevante, rispetto alle recenti determinazioni effettuate dall'Autorità stessa con la pubblicazione della delibera n.124/2024. Tali variazioni, guidate dalla riduzione dell'orizzonte temporale utilizzato per effettuare la stima (e quindi dal cambio della metodologia), non consentono di individuare un valore del *beta* che dovrebbe risultare ragionevolmente stabile nel contesto di diversi periodi regolatori.
- **La Delibera non esplicita alcune delle modalità di *de-levering* (ovvero se per il calcolo sono utilizzati valori di bilancio o di mercato), Al riguardo, secondo la prassi regolatoria in materia, il *de-levering* dell'*equity beta* dovrebbe essere effettuato utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato di ciascuna impresa.** In passato, per la definizione del valore della leva finanziaria nel processo di *de-levering*, ART ha utilizzato valori di bilancio del debito totale e del patrimonio netto. Per quanto riguarda il valore del debito, si ritiene più corretto utilizzare il valore del debito netto (ossia debito totale al netto della liquidità ed equivalenti della liquidità), in quanto esso tiene conto della cassa e di altre attività liquide che contribuiscono a ridurre la rischiosità legata alla leva finanziaria. Per quanto riguarda il valore dell'*equity*, è opportuno utilizzare il valore della capitalizzazione di mercato, in linea con la letteratura accademica e la prassi in ambito finanziario per la valutazione delle imprese. Infatti, la capitalizzazione di mercato è più rappresentativa del valore corrente di un'impresa e tiene conto della sua capacità di generare flussi di cassa futuri, della sua struttura finanziaria e degli impatti di fattori esterni che influenzano il rischio di un'attività.

**Infine, come per altri parametri, l'utilizzo di un orizzonte temporale di tre anni solari esclude un significativo numero di dati più recenti e comporta un disallineamento temporale tra i valori identificati dall'Autorità e quelli prevalenti nel mercato.** Alla luce di quanto sopra, il campione dei *comparables* dovrebbe essere aggiornato affinché sia maggiormente rappresentativo del profilo di rischio dei concessionari autostradali.

## 2.6 Equity Risk Premium (Misura 23.6)

La Delibera propone di utilizzare, oltre ai valori dell'*equity risk premium* (ERP) dell'Italia già considerati nella metodologia attuale, anche quelli dell'Unione Europea. In generale, la Delibera manca di chiarezza e trasparenza. In primo luogo, non riporta con sufficiente chiarezza le motivazioni alla base di questo cambio metodologico e dovrebbe esplicitare quali paesi europei sarebbero inclusi nel calcolo. Infine, non esplicita le valutazioni sulla coerenza tra la metodologia proposta per l'ERP e le modalità di calcolo del tasso *risk-free*, misurato sulla base dei valori dei titoli di stato italiani.

In continuità con l'attuale metodologia, la Delibera ha proposto di basare il calcolo dell'*equity risk premium* (ERP) sulle serie storiche riportate da Dimson, Marsh & Staunton (DMS), utilizzando una media ponderata (tramite la formula di Blume) tra i valori risultanti dalla media aritmetica e dalla media geometrica delle serie storiche. Inoltre, la Delibera ha proposto di considerare anche i valori dell'ERP dell'Unione europea (UE) in aggiunta ai valori dell'ERP dell'Italia (finora utilizzati, invece, in modo esclusivo). In particolare, la Delibera propone di assegnare un peso di un terzo ai valori dell'UE e due terzi ai valori dell'Italia.

In generale, la Delibera non riporta con sufficiente chiarezza le ragioni alla base di questo cambio metodologico. Si ritiene pertanto necessario sottolineare la necessità di maggiore chiarezza in relazione alle motivazioni e agli obiettivi perseguiti nei cambi metodologici proposti.

Nello specifico, si osserva poi che la Delibera non ha indicato esplicitamente quali paesi europei tra quelli riportati nelle serie DMS sarebbero inclusi nel calcolo dell'ERP. Al fine di poter valutare opportunamente l'impatto di questo cambiamento metodologico, si richiede maggiore chiarezza in merito, indicando le modalità e i paesi da includere nella valutazione del parametro. In termini di coerenza, la metodologia di calcolo dell'ERP appare a prima vista in disallineamento rispetto alla metodologia utilizzata per il tasso *risk-free*, che viene misurato sulla base dei valori relativi ai titoli di stato italiani.

### 2.7 Meccanismo di *trigger* (Misura 23.9)

La Delibera propone l'inclusione di un meccanismo di aggiornamento del WACC nel secondo anno del periodo regolatorio, con una soglia di attivazione del 20%. L'inclusione di un meccanismo di *trigger* sarebbe in principio positiva. Tuttavia, l'elevata soglia di attivazione e la previsione di un'unica finestra di aggiornamento ne riducono significativamente la probabilità di attivazione e la possibile efficacia. Inoltre, non sono chiari gli obiettivi regolatori perseguiti da questa misura (ad es. catturare unicamente *shock* estremi o meglio riflettere le condizioni dei mercati).

La Delibera propone di includere un meccanismo di aggiornamento infra-periodo del WACC (c.d. *trigger*). Tale meccanismo prevede un aggiornamento del valore del WACC dei concessionari qualora il valore determinato nel secondo anno del periodo regolatorio differisca almeno del 20% (a rialzo o ribasso) rispetto al valore individuato nell'anno base per il concessionario.

In principio, l'idea di introdurre un meccanismo di *trigger* è positiva poiché contribuisce a una riduzione del rischio legato ai movimenti futuri dei tassi di mercato. Tuttavia, la soglia è eccessivamente elevata, anche alla luce del precedente della regolazione ARERA (50 punti base, con possibile revisione a 30 punti base dal 2025) e, in quanto tale, rende improbabile l'attivazione del meccanismo di *trigger*, se non in circostanze eccezionali. Inoltre, la Delibera sembra prospettare un'unica finestra per la verifica del *trigger* sull'intero periodo regolatorio (nel secondo anno, quindi a tre anni di distanza da quando il WACC è stato fissato), riducendone quindi la possibile efficacia.

Considerate quindi l'elevata soglia di attivazione e la presenza di un'unica finestra di aggiornamento, la misura proposta non sembra in grado di cogliere variazioni di mercato se non nella forma di *shock* macroeconomici estremi. Di conseguenza, si ritiene necessaria maggiore chiarezza in relazione agli obiettivi regolatori che si intendono perseguire con l'introduzione di un meccanismo di aggiornamento infra-periodo.

## 3. Principali elementi del quadro regolatorio

La Delibera ha posto inoltre in consultazione pubblica una serie di elementi dello schema di concessione della A22 che, pur mantenendo invariati alcuni dei principi generali dell'attuale quadro regolatorio, rappresentano delle innovazioni rispetto all'attuale sistema tariffario. Di seguito sono approfonditi i temi ritenuti di maggiore rilevanza, tra cui (i) l'equilibrio economico-finanziario delle concessioni, (ii) il valore di subentro, (iii) le poste figurative, (iv) il rischio traffico, (v) il rischio costruzione, (vi) l'esposizione all'inflazione, (vii)

l'ammortamento delle immobilizzazioni reversibili e (viii) i criteri di ammissibilità degli investimenti. Le proposte messe in consultazione presentano tuttavia una serie di criticità, come meglio discusso a seguire.

### 3.1 Equilibrio economico-finanziario (Misura 8)

La Delibera propone l'utilizzo di una serie di indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria per valutare l'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale. Sebbene l'idea possa apparire in prima battuta un'evoluzione positiva, si rilevano una serie di criticità nell'implementazione. Occorrerebbe maggiore chiarezza sulle modalità di implementazione di quanto proposto, ad esempio rispetto alle modalità e alle ipotesi da utilizzare per la stima del WACC e del costo ammesso sul capitale proprio per i periodi regolatori successivi all'attuale. Inoltre, la Delibera dovrebbe esplicitare la metodologia e il rationale sottostante la definizione degli intervalli di tolleranza per tali indicatori. Infine, rimangono dubbi sulla rilevanza di alcuni indicatori scelti e/o sui valori *benchmark* individuati.

Per verificare che il Piano Economico Finanziario (PEF) elaborato dal concessionario e validato dal concedente, per ciascun periodo regolatorio, assicuri il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario della concessione autostradale durante l'intera durata del contratto, la Delibera propone il ricorso a una serie di indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria, quali (i) il tasso interno di rendimento ("TIR") di progetto, (ii) il *Return on Invested Capital* ("ROIC") medio, (iii) il *TIR Equity*, (iv) il *Debt service cover ratio* ("DSCR") e (v) il *Loan life cover ratio* ("LLCR"). Per ciascuno di tali indicatori la Delibera propone dei margini di tolleranza rispetto al *benchmark* di riferimento.

Nel caso in cui sia verificato un disequilibrio di segno positivo, è previsto l'accantonamento annuale di tale somma in un fondo vincolato nel passivo dello stato patrimoniale, da utilizzare su indicazione del concedente per una delle seguenti finalità: (i) realizzazione di investimenti e/o manutenzioni presenti nel PEF; (ii) revisione del profilo di poste figurative, al fine di definire un profilo tariffario più favorevole per l'utenza; (iii) riduzione dell'eventuale valore di subentro; (iv) ulteriori destinazioni a favore del settore autostradale. Nel caso di disequilibrio negativo, il concessionario e il concedente possono attivare la procedura di revisione del contratto di concessione, nel rispetto del rischio operativo a carico del concessionario. L'Autorità indica inoltre che il recupero dei costi ammissibili attraverso l'applicazione della tariffa media unitaria deve risultare compatibile con una condizione di sostenibilità dei livelli tariffari. Al riguardo, il concessionario è tenuto a fornire al concedente e all'Autorità evidenze riguardo l'elasticità della domanda *retail* in relazione alla variazione del pedaggio.

L'idea di ricorrere a una serie di indicatori finanziari per verificare il rispetto dell'equilibrio economico-finanziario di una concessione può *prima facie* sembrare un'evoluzione positiva del quadro regolatorio di riferimento perché in grado di rendere più chiaro il processo di verifica da parte del concedente, tuttavia quanto proposto nella Delibera sconta una serie di criticità che rendono difficile la realizzazione di importanti piani di investimento previsti.

In primo luogo, l'implementazione del calcolo appare in alcuni casi complessa. Nel caso del TIR di progetto e del ROIC medio, ad esempio, la proposta prevede il confronto di tali indicatori con il WACC per l'intero periodo della concessione. Secondo la Delibera, l'equilibrio economico-finanziario sarebbe assicurato nel caso in cui il TIR di progetto e il ROIC medio di concessione tendano al WACC medio nel periodo della concessione. Allo stesso modo, secondo la Delibera, perché si possa concludere che la concessione sia in equilibrio economico-finanziario, il *TIR Equity* deve tendere al costo ammesso sul capitale proprio medio, a partire dal primo anno del primo periodo regolatorio e fino alla scadenza della concessione. Al riguardo occorrerebbe maggiore chiarezza sulle modalità di implementazione di quanto proposto, ad esempio rispetto alle modalità e alle ipotesi da utilizzare per la stima del WACC e del costo ammesso sul capitale proprio per i periodi regolatori successivi all'attuale. Evidenziamo inoltre che, sulla base delle altre misure declinate all'interno della delibera, l'uguaglianza su base *ex ante* tra TIR di progetto, ROIC, e WACC – e *TIR Equity* e costo dell'*equity* – può essere verificata solamente in assenza di applicazione delle modifiche proposte sulle poste figurative e il valore di subentro, in quanto entrambe le misure prospettate ridurrebbero la redditività del concessionario rispetto al WACC e al costo dell'*equity* dell'operatore.

In secondo luogo, la Delibera non esplicita la metodologia e il rationale sottostante la definizione degli intervalli di tolleranza proposti dalla Delibera per il TIR di progetto, il ROIC e il TIR *Equity*.

In terzo luogo, non convince la scelta di alcuni degli indicatori proposti dalla Delibera. Nello specifico:

- Il **ROIC** non è compreso tra gli indicatori previsti nella relazione illustrativa del contratto standard per l'affidamento della progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche, approvato dall'ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato nel 2021, a cui si fa riferimento nel Documento VIR. Tale indicatore risentirebbe di una serie di criticità, tra cui:
  - un aspetto metodologico relativo al fatto che l'uguaglianza tra WACC e ROIC può essere verificata solamente a condizione di prevedere che le poste figurative e il capitale investito netto (CIN), per la parte riconducibile al valore di subentro, siano remunerati al WACC;
  - la necessità di normalizzare il ROIC che risente dei principi contabili adottati nella redazione del bilancio, rendendo dunque difficile un confronto tra aziende diverse, in quanto risente delle pratiche contabili adottate da chi lo calcola.
- Il **TIR *Equity*** richiede modalità operative di calcolo che dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascuna concessionaria:
  - l'*equity* è influenzato da numerosi fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della eventuale concessione e, soprattutto, può variare in modo significativo in base (i) ai principi contabili che vengono applicati dalla società concessionaria, (ii) a eventuali ulteriori rami di *business* in cui la società è coinvolta (anche attraverso eventuali società controllate o partecipate), (iii) agli strumenti finanziari adottati dalla società (ad es. strumenti derivati) e (iv) ad altri fattori temporanei.
  - I flussi di cassa disponibili per gli azionisti, nel settore autostradale possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria. In particolare:
    - Vincoli di natura finanziaria: le condizioni di finanziamento normalmente concordate con gli istituti finanziari, specialmente nel caso di *project financing*, prevedono una serie di vincoli stringenti rispetto all'utilizzo della cassa disponibile per gli azionisti, tra cui: creazione di apposite riserve di cassa vincolate, quali *Debt Service Reserve Account (DSRA)*; *Maintenance Reserve Account (MRA)*; rimborso anticipato del debito tramite il cosiddetto meccanismo di "*cash-sweep*"; vincolo alla distribuzione di dividendi durante il periodo di realizzazione del piano di investimenti, o sulla base di parametri di *Dividend Lock-up* richiesti dagli stessi istituti finanziari.
    - Vincoli di natura patrimoniale: sulla base di quanto stabilito dal Codice Civile, il concessionario è sottoposto a una serie di limiti patrimoniali alla distribuzione degli utili conseguiti, tra cui ad esempio: l'obbligo di accantonamento di parte dell'utile a Riserva legale, fino al raggiungimento di un quinto del capitale sociale; l'impossibilità di distribuire utili quando nel patrimonio netto sono presenti perdite rinviate da precedenti esercizi il cui ammontare determina una perdita sul capitale sociale nominale.
    - Vincoli di natura regolatoria: i bandi di gara e/o le Convenzioni possono prevedere in alcuni casi dei vincoli alla distribuzione della cassa generata da parte del concessionario, per esempio tramite clausole che impegnano a non procedere alla distribuzione di rimborsi di capitale né di riserve di bilancio se non espressamente previsto nel PEF.

Non è altresì chiaro dalla Delibera se, affinché si possa concludere che la concessione è in equilibrio economico-finanziario, si debba garantire che gli indicatori finanziari siano contemporaneamente entro i margini di tolleranza ammessi indicati nella Delibera o se, piuttosto, solo uno di questi, nello specifico il TIR di progetto, sia sufficiente ai fini della verifica. Le modalità di ripristino dell'equilibrio economico finanziario in caso di disequilibrio negativo, pur mantenendo l'allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, dovrebbero considerare: (i) le discontinuità nei volumi di traffico e (ii) l'aumento dei costi operativi e di investimento.

Poiché il TIR di progetto, il ROIC e il TIR *Equity* variano nel corso della concessione, ad esempio per l'aggiornamento degli investimenti e del traffico, sarebbe opportuno individuare quali sono le modalità di aggiornamento di tali indicatori man mano che le previsioni si traducono in dati consuntivati. Le modalità di aggiornamento potranno tenere conto dell'impatto dei possibili aggiustamenti tariffari richiesti per ripristinare l'equilibrio della concessione.

Infine, si evidenzia che meccanismi che limitano *ex post* la redditività estraendola, rappresentano una contraddizione alla logica della regolazione incentivante rappresentata dal *price-cap*, di fatto andando dunque in contrasto anche con i principi della legge che ha definito i poteri regolatori di ART.

### 3.2 Valore di subentro (Misura 22.2.2 e 22.3.1)

La Delibera introduce una serie di novità in relazione al valore di subentro, stabilendone sia l'importo relativo massimo (1,6 volte l'EBITDA), che un diverso tasso di remunerazione (pari al costo del debito riconosciuto anziché al WACC). Tali proposte determinerebbero un effetto depressivo sulla redditività attesa della concessionaria, in discontinuità con i principi di orientamento ai costi definiti dalla stessa Autorità, nonché con quanto applicato nel contesto di altri settori regolati.

Con riferimento all'importo, il limite proposto nella Delibera è definito sulla base dell'obiettivo di evitare la creazione di una barriera all'ingresso di nuovi operatori al momento di riaffidamento della concessione. Questo limite potrà essere definito come riferimento lasciando comunque spazio per valutazioni caso per caso sulla base delle specificità di ciascuna concessione. Il valore di subentro dovrà in ogni caso avere qualificazioni che lo rendano rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di *rating*.

La previsione di remunerare il CIN, per la parte riconducibile al valore di subentro, al costo debito in luogo del WACC non sarebbe coerente né con le risorse utilizzate per il finanziamento di tali investimenti (*mix* di capitale proprio e di debito), né con l'effettivo profilo di rischio di tale posta, esposta al rischio traffico, al rischio di costruzione, e al più generale rischio regolatorio.

La Delibera prevede inoltre una limitazione con riferimento alla possibilità di riconoscere il saldo delle poste figurative nell'ambito del subentro.

La Delibera propone una serie di novità con riferimento al valore di subentro, sia in riferimento al suo importo relativo, sia al costo di remunerazione del capitale. Tali temi sono trattati separatamente.

#### Sulla determinazione dell'importo relativo del valore di subentro

La Delibera prevede in via eccezionale e per ragioni di manifesta, oggettiva, e documentata necessità, la possibilità di riconoscere un valore di subentro alla scadenza della concessione. L'entità del valore di subentro alla scadenza della concessione deve essere correlata con:

- l'assicurazione della sostenibilità dei livelli tariffari praticati agli utenti;
- il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario lungo l'intero arco concessorio;
- la necessità di evitare la creazione di una barriera all'ingresso di nuovi operatori al momento del riaffidamento della concessione. Ai fini dell'applicazione di tale criterio, la Delibera propone che il rapporto fra il valore di subentro e l'EBITDA (*Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*) del concessionario, valutato all'ultimo intero anno di gestione, non debba superare il valore di 1,6.

Nel quadro regolatorio attuale, il valore di subentro è pari al valore dei beni reversibili non ancora ammortizzati al termine della concessione, al netto del fondo ammortamento, come risultante dal bilancio di esercizio e dalle variazioni eseguite a fini regolatori. Esso è dunque pari al valore effettivo dei beni che saranno effettivamente acquisiti dall'eventuale concessionario entrante. La Delibera non propone delle modifiche a

tale previsione, limitando tuttavia la possibilità di riconoscere all'interno del valore di subentro il saldo delle poste figurative al termine della concessione.

Il valore di subentro come oggi rappresentato non è eleggibile nei flussi finanziari da parte delle agenzie di *rating* ai fini della valutazione delle metriche creditizie; tale limitazione comporta quindi un considerevole appesantimento della struttura finanziaria.

Il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, calcolato sulla base di elementi quali il piano di investimenti, potrà essere definito come riferimento, lasciando comunque spazio per valutazioni caso per caso, sulla base delle specificità di ciascuna concessione.

### Sui costi di remunerazione del capitale

Ai fini del calcolo dei costi di remunerazione del capitale, la Delibera propone di (i) ridurre il capitale investito netto remunerato al WACC, per le quote annuali cumulate di valore di subentro al 1° gennaio di ciascun anno, e (ii) remunerare queste ultime al costo del debito, a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferiscono. Secondo la Delibera, tale scelta rifletterebbe una asserita minore rischiosità del valore di subentro rispetto ai restanti flussi di cassa della concessione, in ragione del fatto che, prevedendosi il suo rimborso a cura del concessionario entrante, questo non risente del rischio operativo di domanda.

Come nel caso della proposta sulla determinazione dell'importo relativo al valore di subentro, la proposta sulla differenziazione dei costi di remunerazione del capitale presenta una serie di criticità, tali da far ritenere non condivisibile quanto affermato nella Relazione illustrativa della Delibera (cfr. pag. 14-15), secondo cui il valore di subentro non risente del rischio traffico, di seguito argomentate.

- Gli investimenti sottostanti il valore di subentro sono finanziati dal concessionario facendo ricorso tanto al capitale di debito, quanto al capitale proprio o *equity*. Ne consegue, dunque, che il rendimento richiesto non può essere il solo costo del debito, ma nel calcolo deve essere tenuto conto anche del costo opportunità richiesto dai fornitori di capitale proprio, per definizione maggiore del costo del debito. In tale ottica, pur volendo seguire la volontà di associare al valore di subentro il costo del debito, occorrerebbe in linea di principio ridefinire contestualmente il *gearing* considerato nel WACC che remunera quanto non incluso nel valore di subentro (andando pertanto ad allocare il debito in maggior quota al valore di subentro). In mancanza di tale meccanismo di equivalenza, l'equilibrio economico-finanziario complessivo degli investimenti verrebbe meno.
- Il valore di subentro, essendo frutto di investimenti industriali, è *inter alia* esposto al rischio di costruzione, in capo al concessionario. Una remunerazione al semplice costo del debito ne sottostimerebbe dunque il corretto profilo di rischio/rendimento, rappresentato tra l'altro dalla composizione del capitale che ha finanziato gli investimenti sottostanti. L'effetto collaterale di tale proposta potrebbe essere quello di disincentivare investimenti in opere complesse con elevato rischio costruzione sottostante.
- Il valore di subentro è altresì associato a un rischio di mercato analogo a quello della concessione in generale, nonché al rischio regolatorio, tenuto conto anche che il concessionario entrante sarà disposto al pagamento del valore di subentro solo nella misura in cui ritenga che la concessione presenti un rendimento atteso adeguato e pari, in ottica *ex-ante*, al WACC.
- Seppur si escludessero ragionamenti circa il corretto profilo di rischio/rendimento da assegnare al valore di subentro, la modifica proposta comporterebbe che quest'ultimo debba essere finanziato tramite il solo ricorso a capitale di debito. Un simile scenario appesantirebbe l'indebitamento netto del gestore, creando ulteriori distorsioni rispetto alla leva finanziaria implicita nel WACC di settore definito da ART.
- La modifica proposta comprometterebbe inoltre il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC definito da ART.

- Infine, la misura risulta in discontinuità rispetto a quanto applicato dalla stessa Autorità in altri settori regolati, incluso il settore aeroportuale, dove il valore di subentro è determinato in funzione delle aliquote tecnico-economiche di ammortamento degli *asset* e questo non viene sottratto dalla remunerazione degli *asset* riconosciuti in tariffa. Sistemi analoghi a quanto applicato agli aeroporti per la determinazione del valore di subentro e della relativa remunerazione sono anche utilizzati in alcuni settori dell'energia da ARERA.

### 3.3 Poste figurative (Misura 29)

La Delibera conferma i vincoli più stringenti per il ricorso al meccanismo delle poste figurative introdotti nella delibera 15/2024 ed introduce diverse modalità di attualizzazione/capitalizzazione delle stesse a seconda che siano correlate ai costi di rimborso del capitale (utilizzando il WACC) o di remunerazione del capitale (utilizzando il tasso di inflazione programmata).

Sebbene si condividano, in linea di principio, le preoccupazioni relative alle criticità derivanti da un meccanismo di linearizzazione, *in primis* in quanto i concessionari autostradali sono i primi ad esserne impattati, le proposte non sembrano tenere conto dei vincoli e del più ampio contesto con cui questi ultimi si confrontano. Posticipare nel tempo il recupero di una parte dei costi ammessi a riconoscimento tariffario incide infatti sui concessionari autostradali e, specie in un contesto come l'attuale con investimenti crescenti, rischia di portare a degli squilibri. Inoltre, l'attualizzazione/capitalizzazione di una parte delle poste figurative sulla base del tasso di inflazione programmata porta a una sotto-remunerazione e, conseguentemente, ad un disincentivo ad investire, in quanto non assicura la neutralità finanziaria tra recupero nell'anno di competenza e recupero posticipato; ciò sarebbe in contrasto con la sentenza del TAR Piemonte richiamata nel Documento VIR, dove il tasso di remunerazione sul CIN (nel caso delle concessioni vigenti il c.d. tasso *blended* calcolato come media ponderata tra il WACC ed il TIR) è individuato come il tasso appropriato per garantire la neutralità economico-finanziaria.

Come noto, l'attuale sistema tariffario prevede la possibilità per i concessionari di applicare un meccanismo di "poste figurative" che consente di anticipare o posticipare il riconoscimento dei costi ammissibili rispetto all'anno di effettiva competenza, a condizione che sia rispettato il principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del periodo concessorio.

Sotto il profilo creditizio, le poste figurative si configurano come un supporto finanziario che il concessionario autostradale riconosce all'utenza che beneficia di minori tariffe da corrispondere e che trova la propria rappresentazione all'interno del Piano Finanziario Regolatorio.

Come richiamato dalla stessa ART, nei primi anni di applicazione del nuovo sistema regolatorio definito da ART, l'utilizzo del meccanismo di poste figurative si è generalmente esplicato in una piena "linearizzazione" delle tariffe e quindi dei relativi incrementi tariffari, ovvero individuando un incremento percentuale annuo costante per l'intera durata della concessione. Già con la precedente delibera 15/2024, ART ha indicato una serie di criticità legate al ricorso a questo meccanismo, in particolare in quanto questo approccio implica che il recupero dei costi sostenuti dai concessionari è posticipato significativamente.

La linearizzazione risulta infatti in livelli tariffari più contenuti nel breve termine, compensati poi da tariffe che negli anni successivi continuano a crescere in modo costante. Ne conseguono quindi due ordini di problemi:

- ricavi sistematicamente inferiori rispetto ai costi sostenuti nel breve periodo, con possibili criticità per i concessionari, anche in termini di liquidità;
- tariffe che continuano a crescere, con potenziali impatti in termini di sostenibilità tariffaria per gli utenti.

Oltre a confermare le indicazioni operative definite con la delibera 15/2024 – che impongono vincoli più stringenti per ricorrere al meccanismo delle poste figurative – al fine di affrontare queste criticità, la Delibera individua due sub-componenti per le poste figurative, prospettando diverse modalità di attualizzazione/capitalizzazione delle stesse a seconda che siano correlate ai:

- costi di rimborso del capitale – ovvero la quota ammortamento, per i quali la neutralità finanziaria è valutata applicando il WACC;
- costi di remunerazione del capitale, per i quali la neutralità finanziaria è valutata applicando il tasso di inflazione programmata.

Inoltre, secondo le modifiche introdotte nel nuovo sistema tariffario, il saldo delle poste figurative dovrà essere azzerato entro il termine del periodo concessorio, dando priorità al saldo di poste figurative relative ai costi di rimborso del capitale e non potrà confluire nel valore di subentro.

Sebbene si condividano, in linea di principio, le preoccupazioni espresse da ART sui due ordini di problemi derivanti dalla linearizzazione – in *primis* in quanto i concessionari autostradali sono i primi ad esserne impattati – la distinzione proposta nella Delibera per la valutazione della neutralità finanziaria per le due sub-componenti delle poste figurative presenta delle criticità significative.

Inoltre, la proposta di individuare due sub-componenti per le poste figurative, prospettando diverse modalità di attualizzazione/capitalizzazione delle stesse, non terrebbe conto dei vincoli e del contesto più ampio con cui i concessionari si confrontano, tra cui la difficoltà di vedersi approvati gli incrementi tariffari annuali.

Il ricorso alle poste figurative risponde più alle esigenze dei concedenti che non a quelle dei concessionari, in quanto permette – nel breve termine – di minimizzare gli incrementi tariffari. Posticipare nel tempo il recupero di una parte dei costi ammessi a riconoscimento tariffario incide infatti sui concessionari autostradali e, specie in un contesto come l'attuale con necessità di investimenti crescenti, porta ad un incremento del debito lordo e alla generazione diretta di uno squilibrio economico-finanziario complessivo. Squilibrio che risulta ancor meno comprensibile se si valuta che le poste figurative sono generate da richieste (di linearizzazione) del concedente/regolatore e non certamente da esigenze dell'operatore concessionario. L'alternativa rimarrebbe quella di non procedere alla linearizzazione.

Sebbene, in principio, sarebbe infatti auspicabile che il recupero dei costi ammissibili in tariffa avvenisse il più vicino possibile rispetto a quando gli stessi sono stati sostenuti, spesso ciò non risulta fattibile nella pratica.

L'applicazione di modalità differenti a seconda della tipologia di costi sottostanti, con l'attualizzazione/capitalizzazione dei costi di remunerazione del capitale applicando il tasso di inflazione programmata, porta a una sotto-remunerazione, in quanto non assicura la neutralità tra recupero nell'anno di competenza e recupero posticipato, ma riconoscendo il *time value of money* legato alla dilazione nel tempo.

Inoltre, le poste figurative per essere incassate scontano tutti i rischi tipici dell'operatore concessionario, ovvero rischio disponibilità e rischio domanda, nonché il costo-opportunità nell'allocazione delle risorse. Tali rischi, con la remunerazione all'inflazione, non vedrebbero che una minima e parziale copertura, portando, anche in questo caso, ad un grave squilibrio dell'equilibrio economico-finanziario della concessione.

Infine, l'utilizzo del tasso di inflazione programmata sarebbe in contrasto con quanto richiamato nel Documento VIR. La sentenza del TAR Piemonte, rispetto al ricorso proposto da Raccordo Autostradale Valle D'Aosta S.p.a. (RAV) sul calcolo delle poste figurative, è infatti intervenuta sul tasso di sconto da utilizzare per assicurare la neutralità economico finanziaria, identificandolo nel tasso di remunerazione riconosciuto sul CIN (c.d. tasso *blended* come media ponderata del WACC ed il TIR per le concessioni vigenti).

L'applicazione dello stesso principio al caso di specie richiederebbe quindi l'applicazione del WACC per calcolare la neutralità finanziaria di entrambe le (nuove) sub-componenti delle poste figurative. Trattandosi di una nuova concessione, infatti, la A22 Brennero-Modena non presenta una quota di investimenti – e quindi relativo CIN – remunerati al TIR, secondo il c.d. meccanismo di salvaguardia. Tutti gli investimenti

sono remunerati al WACC, quest'ultimo rappresenterebbe quindi il tasso da adottare per l'attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative.

La Misura 29 determina di fatto il venir meno dei principi di orientamento al costo ed equilibrio economico-finanziario su cui si basa il meccanismo delle poste figurative. A tal proposito, si evidenzia che la definizione stessa di poste figurative introdotta dall'Autorità, che richiede il rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del periodo concessorio, non può essere verificata in presenza di diversi tassi di attualizzazione delle componenti relative alle poste figurative (rispettivamente WACC e inflazione programmata). La remunerazione della componente delle poste figurative correlate alla remunerazione del capitale investito al tasso di inflazione attesa determina nello specifico l'impossibilità di verificare l'invarianza economico-finanziaria implicita nel meccanismo di poste figurative fino ad ora adottato nel settore.

### 3.4 Rischio traffico (Misura 3)

La Delibera prevede l'allocazione del rischio traffico, ponendolo interamente a carico del concessionario, e allo stesso tempo conferma l'attuale meccanismo di *revenue sharing* in caso di ricavi effettivi superiori a quanto previsto *ex ante*. La Delibera prevede tuttavia anche la possibilità, nell'ambito delle definizioni, di aggiornare le previsioni di traffico al termine del quinquennio regolatorio, nell'ambito della revisione del piano. La previsione da un lato dell'allocazione del rischio traffico in capo al gestore e dall'altro della previsione del *reset* quinquennale del traffico sembrerebbero in contraddizione. Sarebbe, invece, auspicabile allocare il rischio traffico sul concessionario in ciascun periodo regolatorio quinquennale, prevedendo l'aggiornamento dei volumi di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio. L'allocazione del rischio traffico sul gestore per tutta la durata della concessione esporrebbe il concessionario a fattori di rischio al di fuori di qualsiasi capacità di previsione e gestione. Tale approccio si combina poi con un meccanismo di *revenue sharing* totalmente asimmetrico, che limita eventuali possibilità di *upside*, ma mantiene l'esposizione a un potenziale rischio di *downside*. Inoltre, lo stesso Documento VIR ha prospettato di cambiare l'attuale meccanismo di *revenue sharing*, sottolineandone alcuni possibili limiti.

Da una parte la Delibera esplicita criteri più stringenti circa l'allocazione del rischio traffico e dall'altra prevede la conferma dell'attuale meccanismo di *revenue sharing* in presenza di ricavi effettivi superiori a quanto previsto in sede di definizione del PEF, per via di volumi di traffico superiori alle attese, e l'aggiornamento quinquennale dei volumi di traffico. Questi aspetti presenterebbero rilevanti criticità implementative.

Si rileva tuttavia che la Delibera indica, nell'ambito delle definizioni, la possibilità di aggiornare le previsioni di traffico al termine del quinquennio regolatorio. Tale indicazione sembrerebbe confermare la possibilità per il concessionario di resettare le previsioni di traffico all'inizio di ciascun periodo regolatorio. Se così non fosse, la nuova formulazione relativa al rischio traffico sarebbe oltremodo penalizzante per il concessionario, che risulterebbe esposto a fattori di rischio al di fuori della loro capacità di previsione e gestione. Le previsioni di traffico nel medio-lungo periodo dipendono infatti da fattori economici e sociali che non sono prevedibili già in sede di gara e potrebbero cambiare, anche significativamente, nel corso del tempo.

Rispetto al primo punto, la Delibera stabilisce che il rischio traffico è posto interamente a carico del concessionario sulla base della stima risultante dall'esito degli atti di gara, con obbligo per quest'ultimo di far gravare i relativi effetti economici unicamente sulla gestione economica della tratta autostradale in questione. Infine, la Delibera esplicita che nel caso in cui i volumi di traffico effettivi dovessero risultare inferiori rispetto a quelli stimati, il concessionario non ha diritto a chiedere la revisione del piano.

Generalmente, i rischi sono allocati sulla parte che è maggiormente in grado di controllarli e, al ricorrere di determinate condizioni – in particolare rischi non controllabili e con un impatto potenzialmente materiale – vengono spesso utilizzati meccanismi per la condivisione del rischio tra l'operatore regolato e gli utenti.

Vista, in molti casi, la lunghezza residua delle concessioni, il rischio traffico sull'intero arco concessorio non pare una variabile nel controllo del concessionario.

Strettamente collegato è poi il secondo punto, in quanto la Delibera prospetta la conferma (con minime modifiche) dell'attuale meccanismo di *revenue sharing* nei casi in cui i volumi di traffico effettivi dovessero risultare superiori rispetto a quelli stimati ex-ante. Il meccanismo, come nell'attuale quadro regolatorio, è del tutto asimmetrico, in quanto prevede unicamente il *claw-back* di una percentuale crescente degli eventuali ricavi in eccesso all'aumentare degli scostamenti tra i volumi di traffico effettivi e quelli stimati, nei casi in cui i primi risultano superiori di oltre il 2%. Nei casi in cui il traffico effettivo dovesse essere inferiore, il meccanismo non troverebbe applicazione e il concessionario otterrebbe minori ricavi, essendo interamente esposto al rischio traffico (attualmente, nel corso del periodo regolatorio, in futuro potenzialmente per l'intera durata della concessione, da quanto si evince dalla Delibera).

La stessa ART nel Documento VIR ha riconosciuto alcuni possibili limiti dell'attuale meccanismo di *revenue sharing*, quali in particolare:

- la possibilità che il funzionamento asimmetrico possa indurre i concessionari ad utilizzare previsioni di traffico prudenti;
- la circostanza che la stessa asimmetria del meccanismo non ha consentito il suo utilizzo per affrontare le significative riduzioni dei volumi di traffico legati all'emergenza COVID-19.

Alla luce di ciò, il Documento VIR prospettava la possibilità di "prevedere un'evoluzione dei criteri di *revenue sharing*" (cfr. par. E.1.3.6), anche valutando l'adozione di un meccanismo simmetrico. La conferma dell'attuale meccanismo asimmetrico appare quindi in contrasto con le valutazioni emerse dal Documento di VIR.

La combinazione di quanto (eventualmente) previsto sull'esposizione al rischio traffico con un meccanismo asimmetrico di *revenue sharing* sarebbe doppiamente penalizzante, in quanto quest'ultimo limita eventuali possibilità di *upside*, esponendo di fatto il concessionario solamente a un potenziale rischio di perdite (*downside*).

### 3.5 Rischio costruzione (Misura 21 e Misura 1.2)

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. A tale riguardo, il punto d) della misura sembra essere in contraddizione con i punti precedenti, perché – se non meglio qualificato – porrebbe sempre 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 delle tariffe, non sarebbe possibile tenere conto di eventuali modifiche dei costi che siano state approvate dal concedente. Inoltre, la Delibera prevede l'invariabilità del valore complessivo dei lavori relativi alla specifica concessione A22, tale previsione appare di difficile applicazione e non in grado di catturare la complessità del settore autostradale.

La Delibera conferma sostanzialmente l'allocazione dei rischi tra concessionario e concedente, stabilendo in particolare che il rischio costruzione rimanga in capo al concessionario, salvo alcune eccezioni definite esplicitamente, come nel caso in cui i ritardi o la mancata approvazione del progetto siano esclusivamente imputabili al concedente.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> La Misura 7 definisce inoltre i c.d. "fatti non imputabili al concessionario", tra cui rientrano (i) il rischio normativo, (ii) casi di forza maggiore e (iii) le ipotesi di compromissione dell'equilibrio economico finanziario conseguenti ad eventuali modifiche del contratto di concessione di cui all'art. 189 del Codice, dai commi 1 a 4, con l'eccezione delle ipotesi di modifiche soggettive del concessionario.

Tuttavia, la Delibera sembra introdurre criteri più stringenti circa il trattamento di eventuali scostamenti tra i costi effettivamente sostenuti e quelli preventivati. In particolare, se da una parte è confermata l'ammissibilità – a determinate condizioni – di maggiori costi nei casi in cui la spesa a consuntivo risultasse superiore rispetto a quanto previsto nel progetto di fattibilità tecnica ed economica, dall'altra, però, la Misura 21 al punto d) stabilisce che sia posta a carico del concessionario l'eventuale differenza positiva tra l'importo dell'investimento risultante dal progetto esecutivo approvato dal concedente e il valore del progetto di fattibilità tecnica ed economica. Tale punto sembra un refuso rispetto a quanto affermato al punto appena precedente, così come sembra un refuso il fatto che nel punto b) della Misura venga fatto riferimento al progetto definitivo.

Quest'ultimo principio per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili sembra porre in capo al concessionario l'intero rischio legato ad una eventuale crescita dei costi di ciascun investimento rispetto a quanto previsto nel progetto di fattibilità tecnica ed economica. Se così fosse, si tratterebbe di un meccanismo penalizzante, in quanto in sede di definizione degli investimenti ammessi a riconoscimento tariffario non si terrebbe conto di eventuali modifiche che dovessero intervenire ed essere approvate dallo stesso concedente. Attualmente, il valore vincolante ai fini del riconoscimento tariffario di un certo investimento è quello risultante dal progetto esecutivo approvato dal concedente, salvo eventuali modifiche ulteriori che potrebbero intervenire, ovvero risultanti dalle c.d. perizie di variante. Queste ultime, pur lasciando in capo al concessionario l'onere della prova circa la legittimità delle motivazioni che hanno portato a scostamenti nei costi preventivati, consentono un minimo di flessibilità nella pianificazione di opere tipicamente complesse.

Inoltre, rispetto allo schema del contratto di concessione della A22, la Delibera introduce il tema dell'invariabilità del valore complessivo dei lavori relativi alla specifica concessione. La Delibera specifica infatti che il valore dei lavori va quantificato nella documentazione di gara e inserito nel Piano Economico Finanziario ed è da intendersi fisso ed invariabile (salvo alcune eccezioni previste nel Codice dei contratti pubblici). Questa previsione appare di difficile applicazione e non in grado di catturare la complessità del settore autostradale. Il valore dei lavori può infatti variare, come storicamente avvenuto, per numerose ragioni al di fuori del controllo dei concessionari, quali ad esempio diversi scenari macro-economici, l'introduzione di nuove linee guida o standard tecnici.

### 3.6 Esposizione all'inflazione (Misura 25)

La Delibera prevede il passaggio all'utilizzo delle stime sull'inflazione incluse nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea in luogo di quelle contenute nel DEF/NADEF. Tuttavia, questo cambiamento potrebbe non essere sufficiente a risolvere una delle principali criticità della metodologia attuale, ovvero la mancanza di stime puntuali per tutti gli anni del periodo regolatorio. Inoltre, l'utilizzo di valori prospettici fa sì che il concessionario continui ad essere esposto all'andamento effettivo dell'inflazione, che potrebbe differire significativamente dalle stime prospettiche, soprattutto in un contesto macroeconomico come l'attuale. Peraltro, la posizione adottata dall'Autorità riguardo l'aggiornamento dell'inflazione nell'ambito della tariffa di gestione non appare coerente con quanto previsto per altri settori (ad es. aeroportuale ed energia) dove l'aggiornamento avviene annualmente.

### 3.7 Ammortamento immobilizzazioni reversibili (Misura 22.2.1)

La Delibera prevede il calcolo dell'ammortamento finanziario sulla base di aliquote di ammortamento costanti, basate sulla durata residua della concessione. Non è più prevista quindi la possibilità di applicare quote di ammortamento differenziate (in apparente contrasto con i principi contabili italiani – art. 104 comma 4 TUIR). L'ammortamento tecnico, da effettuare sulla base delle vite utili regolatorie definite dall'Autorità, è applicato solo a specifiche categorie di asset, privilegiando i nuovi investimenti prossimi alla scadenza, e solo in caso di manifesta e documentata necessità. L'Autorità indica infine una nuova modalità di applicazione della misura, per cui il calcolo delle quote di ammortamento deve essere effettuato asset per asset (pro-quota in caso di ammortamento finanziario). A tal proposito si evidenzia quanto segue.

- Un più ampio spazio di consultazione permetterebbe di verificare la compatibilità della misura con i criteri contabili dei concessionari generalmente applicabili.
- In termini generali, deve essere verificato che la misura non determini distorsioni e profili di discriminazione tra i diversi gestori autostradali.

### 3.8 Criteri di ammissibilità degli investimenti (Misura 20)

La Delibera non prevede la possibilità di riconoscere il valore dell'avviamento nel valore degli asset ammessi in tariffa. A tal proposito si rileva quanto segue.

- Anche la delibera precedente per Autobrennero (delibera n.73/2018) non prevedeva il riconoscimento dell'avviamento nel capitale investito regolatorio, a differenza delle delibere relative al resto del settore autostradale, che stabiliscono che l'avviamento è riconosciuto se l'azienda è stata acquistata a titolo oneroso, ovvero per il tramite di operazioni di conferimento, fusione o scissione.
- Nei modelli tariffari aeroportuali è stato previsto dalla stessa Autorità che il valore dell'avviamento risulti ammissibile, con solo riferimento alle attività accessorie, nel caso in cui tale valore sia stato riconosciuto ai fini regolatori prima dell'entrata in vigore del modello regolatorio.

## Appendice

### Box 1 Principali criticità dell'attuale metodologia del WACC

L'attuale meccanismo, che prevede l'applicazione di WACC diversi a seconda dell'anno in cui comincia il periodo regolatorio dello specifico concessionario, porta poi ad un disallineamento tra i valori del WACC applicati ai diversi concessionari per investimenti sostenuti nello stesso anno. Anche le modalità di calcolo dei singoli parametri sono caratterizzate da specifiche limitazioni.

- **Gearing:** l'utilizzo dei valori di bilancio di debito ed *equity* causa un'elevata volatilità nei valori identificati di anno in anno. Inoltre, i valori di bilancio non sono pubblicamente disponibili, rendendo l'approccio non trasparente e non replicabile/prevedibile dagli operatori e/o investitori, ed il loro utilizzo diverge dalla prassi internazionale.
- **Costo del debito:** il calcolo del costo del debito si basa esclusivamente su valori storici e non pubblicamente disponibili, scontando le stesse limitazioni del *gearing* in termini di trasparenza e replicabilità. Inoltre, il calcolo del premio al debito è soggetto ad un disallineamento temporale che ha portato, nelle delibere più recenti (in particolare delibera 139/2023 e delibera 124/2024), ad un premio al debito prossimo o uguale allo zero, che non è coerente né con quanto osservato nei mercati né con la *best practice* regolatoria.
- **Tasso risk-free:** il tasso privo di rischio è calcolato esclusivamente sulla base di valori storici e non tiene conto dell'impatto dell'incertezza sull'evoluzione futura dei tassi. Inoltre, il valore del tasso *risk-free* viene mantenuto costante per l'intera durata del periodo regolatorio.
- **Beta:** il valore del *beta* è basato su un campione di *comparables* che è stato rideterminato più volte nel corso del tempo, da ultimo con la delibera 139/2023, senza un procedimento di consultazione in merito. Inoltre, il campione include due imprese regolate (Snam e Terna) caratterizzate da profili di rischio diversi ed inferiori a quelli dei concessionari autostradali, *in primis* (ma non solo) per la diversa esposizione al rischio volume. Inoltre, l'attuale metodologia di *de-levering* è basata su valori di bilancio, quando la prassi regolatoria suggerisce l'uso di valori di mercato.

**OSSERVAZIONI DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA SOCIETA' CONCESSIONARIE AUTOSTRADE E TRAFORI SUL DOCUMENTO "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"**

<b>Misura</b>	<b>Punto</b>	<b>Citazione del testo oggetto di osservazione/proposta</b>	<b>Inserimento del testo eventualmente modificato o integrato</b>	<b>Breve nota illustrativa dell'osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<p><b>Oggetto dell'affidamento</b></p> <p>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 <i>[che costituisce specifico allegato alla convenzione]</i>, è da intendersi fisso ed invariabile, fatte salve le ipotesi di cui all'articolo 189 del Codice.</p>		<p><b>Si rileva che la previsione di mantenere fisso e invariabile il valore dei lavori come definito nella documentazione di gara appare di difficile applicazione e non in grado di catturare la complessità del settore autostradale.</b> Il valore dei lavori può infatti variare, come storicamente avvenuto, per numerose ragioni al di fuori del controllo dei concessionari, quali ad esempio diversi scenari macroeconomici, l'introduzione di nuove linee guida o <i>standard</i> di tipo tecnico.</p> <p>Per ulteriori dettagli in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 1 (Oggetto dell'affidamento) si rinvia al documento [X] allegato (si veda "Rischio costruzione").</p>
<b>3</b>	<b>1 e 2</b>	<p><b>Trattamento del rischio traffico</b></p> <p>1. Al riguardo, anche ai fini della definizione degli effettivi livelli tariffari, lo schema di concessione prevede che:</p>		<p><b>Si rileva un'apparente contraddizione all'interno della Delibera con riferimento all'allocazione del rischio traffico in capo al concessionario,</b> in quanto da un lato è prevista l'allocazione del rischio traffico sulla base delle previsioni di gara, e dall'altro è</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>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 stesso.</p>		<p>previsto il <i>reset</i> quinquennale del traffico, e l'applicazione del meccanismo di <i>revenue sharing</i>. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• All'interno delle Definizioni, punto 2, la Delibera definisce il 'Periodo Regolatorio' come il periodo di cinque anni, al termine del quale è previsto l'aggiornamento del Piano Economico Finanziario ("PEF") e il Piano Finanziario Regolatorio ("PFR"), "anche correlativamente alla revisione dei parametri del <i>price cap</i> (tra i quali [...] le previsioni di traffico".</li> <li>• Alla Misura 3 la Delibera prevede, punti 1 e 2, l'allocazione del rischio traffico in capo al concessionario sulla base delle stime di gara; e l'assenza di diritto per il concessionario a richiedere la revisione del piano in caso di volumi di traffico effettivi minori rispetto alle previsioni.</li> <li>• Alla Misura 33 viene confermato l'attuale meccanismo di <i>revenue sharing</i> in caso di ricavi effettivi superiori rispetto a quanto previsto <i>ex ante</i>, a scapito della redditività effettiva spettante al concessionario, non giustificato nel contesto di una piena allocazione del rischio traffico al concessionario per tutta la durata della concessione.</li> </ul> <p>A tal proposito, si evidenzia che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sia auspicabile <b>allocare il rischio traffico sul concessionario in ciascun periodo regolatorio quinquennale, prevedendo l'aggiornamento dei volumi di traffico per ciascun nuovo quinquennio regolatorio.</b></li> </ul>
--	--	--	---

			<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Nel caso di previsioni di traffico fisse</b> per tutta la durata della concessione, <b>l’allocazione del rischio traffico</b> interamente a carico del concessionario, lo <b>esporrebbe a fattori di rischio al di fuori di qualsiasi capacità di previsione e gestione.</b></li> <li>• La presenza del meccanismo di <b>revenue sharing</b>, totalmente asimmetrico, <b>limita eventuali possibilità di upside</b> per il concessionario, mentre mantiene (totalmente a carico del concessionario) <b>l’esposizione a un potenziale rischio di downside.</b></li> </ul> <p>Inoltre, con riferimento a questo ultimo punto, si rileva che lo stesso documento pubblicato recentemente dall’Autorità nell’ambito della Delibera n.62/2024, “Metodologia alla base dei sistemi tariffari di pedaggio relativi alle concessioni autostradali adottati dall’Autorità” (<b>“Documento VIR”</b>), <b>ha prospettato di cambiare l’attuale meccanismo di revenue sharing</b>, sottolineandone alcuni possibili limiti, quali in particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La possibilità che il funzionamento asimmetrico possa indurre i concessionari ad utilizzare <b>previsioni di traffico prudenti</b>;</li> <li>• La circostanza che la stessa <b>asimmetria del meccanismo non ha consentito il suo utilizzo nel corso dell’emergenza COVID-19.</b></li> </ul> <p>Per ulteriori dettagli in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 3 (Trattamento del rischio traffico) si rinvia al documento <b>[X]</b> allegato.</p>
--	--	--	--

8	1	<p><b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni e sostenibilità dei livelli tariffari</b></p> <p><b>8.1 Verifica dell'equilibrio economico-finanziario della concessione</b></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, assicuri, 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>La Misura 8 propone l'utilizzo di una serie di indicatori di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria per valutare l'equilibrio economico-finanziario della concessione. Sebbene l'idea possa apparire in prima battuta un'evoluzione positiva del quadro regolatorio, <b>si rilevano una serie di criticità:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Assenza di un quadro metodologico chiaro per le modalità di implementazione.</b> Il calcolo degli indicatori e dei <i>benchmark</i> di riferimento appare in alcuni casi complesso. In particolare, si rilevano criticità, che rendono difficile la realizzazione di importanti piani di investimento, con riferimento a: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Le <b>modalità di calcolo dei <i>benchmark</i> di riferimento</b> con riferimento in particolare al WACC e al costo ammesso sul capitale proprio (costo dell'<i>equity</i>) da valorizzare su più periodi regolatori;</li> <li>○ La <b>corrispondenza rispettivamente tra (i) il TIR di progetto, il ROIC, e il WACC e (ii) il TIR dell'<i>Equity</i> e il costo dell'<i>equity</i></b> per l'intero periodo della concessione, in presenza in particolare delle misure individuate dalla Delibera con riferimento a: le poste figurative e il valore di subentro (come chiarito in seguito).</li> </ul> </li> <li>• <b>La Delibera non esplicita la metodologia e il rationale per l'individuazione dei margini di tolleranza degli indicatori <i>benchmark</i>.</b> La Delibera non esplicita la metodologia e il rationale sottostante la definizione degli intervalli di tolleranza proposti per il TIR di progetto, il ROIC, e il TIR dell'<i>Equity</i>. Non è</li> </ul>
---	---	---	--	---

	<p>a) <i>Tasso interno di rendimento di progetto</i> (TIR di progetto) [...]</p> <p>b) <i>Return on Invested Capital</i> (ROIC) [...]</p> <p>c) <i>Tasso interno di rendimento dell'Equity</i> (TIR Equity) [...]</p> <p>d) <i>Debt service cover ratio</i> (DSCR) [...]</p> <p>e) <i>Loan life cover ratio</i> (LLCR) [...]</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 <i>benchmark</i> 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>altresì chiaro dalla Delibera se, affinché si possa concludere che la concessione è in equilibrio economico-finanziario, si debba garantire che gli indicatori finanziari siano contemporaneamente entro i margini di tolleranza ammessi indicati nella Delibera o se, piuttosto, solo uno di questi, nello specifico il TIR Progetto, sia sufficiente ai fini della verifica.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Scarsa rilevanza di alcuni degli indicatori individuati.</b> In particolare: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>ROIC: non è compreso tra gli indicatori previsti nella relazione illustrativa del contratto <i>standard</i></b> per l'affidamento della progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche approvato dall'ANAC e dalla Ragioneria generale dello Stato nel 2021 a cui fa riferimento il Documento VIR. Inoltre, <b>non vengono chiarite nella Delibera le modalità di calcolo del ROIC</b> con riferimento a (i) l'inclusione del saldo delle poste figurative; (ii) la necessità di normalizzazione dei principi contabili.</li> <li>○ <b>TIR dell'Equity:</b> richiede modalità operative di calcolo che, al fine di ottenere un indicatore significativo, dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascuna concessionaria, in particolar modo relative a (i) il valore dell'<i>equity</i>; e (ii) i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (vedasi punto successivo).</li> </ul> </li> </ul>
--	---	--	--

		<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 DSCR e LLCR di cui, rispettivamente, al punto 2, lettere d) ed e).</p>		<p>Per ulteriori dettagli in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 8.1 (Verifica dell'equilibrio economico-finanziario della concessione) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
8	2	<p><b>Equilibrio economico-finanziario delle concessioni e sostenibilità dei livelli tariffari</b></p> <p><b>8.2 Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'Equity</b></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</p>		<p>Come già rilevato al punto precedente, si ritiene che <b>il parametro TIR dell'Equity</b> richiede modalità operative di calcolo che dovrebbero tenere conto delle specificità di ciascuna concessionaria:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la presenza nel valore dell'<i>equity</i> di fattori non direttamente riconducibili alla gestione operativa della concessione, variando in maniera significativa in base a (i) i principi contabili; (ii) eventuali rami di <i>business</i> ulteriori in cui la società è coinvolta; (iii) gli strumenti finanziari adottati dalla società; (iv) altri fattori temporanei;</li> <li>• I flussi di cassa disponibili per gli azionisti che, nel settore autostradale, possono essere soggetti – a seconda dei contesti – a vincoli di natura finanziaria, patrimoniale e regolatoria; le modalità di calcolo di tale parametro individuate da ART sono dunque scarsamente rappresentative.</li> </ul>

	<p>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: <math>TIR Equity &gt; Re \text{ medio} + (120 \text{ punti base})</math></p> <p>b) Disequilibrio di segno negativo: <math>TIR Equity &lt; Re \text{ medio} - (70 \text{ punti base})</math></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 vincolato rivalutato annualmente ad un tasso pari all'inflazione di cui alla Misura 25, e messo a disposizione del concedente per le seguenti finalità: 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</p>		<p>Si rileva inoltre che le modalità di ripristino dell'equilibrio economico finanziario in caso di disequilibrio negativo, pur mantenendo l'allocazione dei rischi operativi in capo al gestore, dovrebbero considerare: (i) le discontinuità nei volumi di traffico; e (ii) l'aumento dei costi operativi e di investimento.</p> <p>Infine, meccanismi che limitano ex post la redditività estraendola, rappresentano una contraddizione alla logica della regolazione incentivante rappresentata dal <i>price-cap</i>, di fatto andando dunque in contrasto anche con i principi della legge che ha definito i poteri regolatori di ART.</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 8.2 (Meccanismo di recupero in relazione alla remunerazione dell'<i>Equity</i>) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
--	---	--	--

		<p>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> <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 necessaria 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>		
<b>20</b>	<b>2</b>	<p><b>Criteri di ammissibilità degli investimenti</b></p> <p>2. Per le componenti di seguito indicate valgono i seguenti criteri di ammissibilità:</p>		<p>Non si rilevano particolari punti di criticità, salvo il tema del mancato riconoscimento dell'avviamento, rispetto al quale si evidenzia che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Anche la delibera precedente per Autobrennero (delibera n.73/2018) non prevedeva il riconoscimento dell'avviamento</b></li> </ul>

		<p>a) le immobilizzazioni finanziarie non sono riconosciute;</p> <p>b) il valore dell'avviamento non è riconosciuto (voce B.I, punto 5, dell'articolo 2424 del codice civile);</p> <p>[...]</p>		<p><b>nel capitale investito regolatorio, a differenza delle delibere relative al resto del settore autostradale</b>, secondo cui l'avviamento è riconosciuto se l'azienda è stata acquistata a titolo oneroso, ovvero per il tramite di operazioni di conferimento, fusione o scissione;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Nei modelli tariffari aeroportuali è stato previsto dalla stessa Autorità che il valore dell'avviamento risulta ammissibile, con solo riferimento alle attività accessorie</b>, nel caso in cui tale valore sia stato riconosciuto ai fini regolatori prima dell'entrata in vigore del modello regolatorio.</li> </ul>
<b>21</b>	<b>1</b>	<p><b>Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili</b></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</p>		<p>In generale, si rileva che la Delibera sembrerebbe confermare l'allocazione del rischio di costruzione tra concessionario e concedente previsto dall'attuale quadro regolatorio. Tuttavia, si rilevano una serie di incongruenze da chiarire e/o eliminare. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Al punto b) della Misura <b>sembra un refuso il riferimento al 'progetto definitivo' e non al 'progetto di fattibilità tecnico-economica'</b> come più recentemente definito dal codice degli appalti pubblici (art. 41 del d.lgs. 36/2023).</li> <li>• Il punto d) della Misura sembra in <b>apparente contraddizione con i punti precedenti</b> (b e c), perché – se non meglio qualificato – porrebbe sempre in capo al concessionario l'eventuale differenza in termini di costo tra l'importo risultante dal progetto esecutivo, approvato dal concedente, e il corrispondente valore del progetto di fattibilità tecnico-economica. Tale previsione appare</li> </ul>

	<p>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, 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</p>		<p>ingiustificatamente penalizzante in quanto, in sede di definizione delle tariffe, non sarebbe possibile tenere conto di eventuali modifiche dei costi che siano state approvate dal concedente.</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 21.1 (Principi per la quantificazione degli investimenti in beni reversibili) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
--	---	--	---

		progetto di fattibilità tecnica ed economica, la differenza è posta a carico del concessionario.		
22	2.1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale ai fini tariffari</b></p> <p><b>2. Costi di rimborso del capitale ed eventuale valore di subentro</b></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, 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 complessivo realizzato e da applicare pro-quota ai singoli <i>asset</i>.</p>		<p>Si rilevano degli elementi di discontinuità introdotti dalla Delibera rispetto al quadro regolatorio vigente di cui deve <b>essere verificata la compatibilità con i criteri contabili utilizzati dai concessionari, nonché l'assenza di eventuali distorsioni e profili di discriminazione tra i diversi gestori autostradali</b> introdotti dalla Misura. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ammortamento finanziario:</b> la Delibera prevede l'applicazione di aliquote di ammortamento costanti, basate sulla durata residua della concessione, da applicare sull'investimento complessivo realizzato, pro-quota ai singoli <i>asset</i>. <b>Non è prevista la possibilità di applicare quote di ammortamento differenziate, come attualmente possibile nel vigente regime regolatorio, e in apparente contrasto con i principi contabili italiani</b> – art. 104 comma 4 TUIR.</li> <li>• <b>Ammortamento tecnico:</b> la Delibera prevede la possibilità di applicare il criterio di ammortamento tecnico basato sulla vita utile regolatoria degli <i>asset</i> (definite dall'Autorità) solo per ragioni di manifesta, oggettiva e documentata evidenza, ad una parte delle immobilizzazioni riferibili ai nuovi investimenti in <i>asset</i> reversibili, privilegiando gli investimenti la cui realizzazione è prossima alla scadenza della concessione. Anche tale previsione risulta diversa dal quadro vigente, che prevede la</li> </ul>

	<p>Le quote annue regolatorie scaturiscono dall'applicazione di aliquote di ammortamento costanti e basate sulla residua durata della concessione.</p> <p>b) nel rispetto di quanto previsto al punto 2 per il valore di subentro, il concessionario, per ragioni di manifesta, oggettiva e documentata evidenza, può sottoporre alle valutazioni dell'Autorità, per il tramite del concedente, l'applicazione, ad una parte delle immobilizzazioni riferibili ai nuovi investimenti in asset reversibili, del criterio di ammortamento basato sulla vita utile regolatoria degli asset. Salvo documentate eccezioni che potranno di volta in volta essere motivate dal concedente o dal concessionario, le vite utili regolatorie e le aliquote da utilizzare sono riportate nella Tabella 1.</p> <p>[...]</p> <p>Al fine di assicurare il pieno rispetto dei criteri di quantificazione dell'eventuale valore di subentro, di cui al successivo punto 2, il concedente seleziona gli <i>asset</i> reversibili a cui applicare il criterio di</p>		<p>possibilità di applicare gli ammortamenti tecnici solamente per gli <i>asset</i> la cui vita utile, in ragione della propria natura, non si estende oltre il termine di scadenza della concessione. Al riguardo, un più ampio spazio di consultazione permetterebbe di verificare la compatibilità di tale impostazione con i differenti criteri contabili applicati dai diversi concessionari .</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 22.2.1 (Costi di rimborso del capitale) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
--	--	--	--

		<p>ammortamento basato sulla vita utile regolatoria privilegiando i nuovi investimenti la cui realizzazione è più prossima alla data di scadenza della concessione.</p> <p>c) l'ammortamento delle immobilizzazioni riferibili agli asset non reversibili è riconosciuto in base ad aliquote tecniche-economiche stabilite in ottemperanza ai principi sanciti dal Codice civile, tenuto conto della vita utile e dell'eventuale valore residuo al termine della stessa.</p>		
22	2.2	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale ai fini tariffari</b></p> <p><b>2. Costi di rimborso del capitale ed eventuale valore di subentro</b></p> <p>2. In via eccezionale e per ragioni di manifesta, oggettiva e documentata necessità, il concedente sottopone alle valutazioni dell'Autorità la previsione di un eventuale valore di subentro alla scadenza della concessione, la cui entità deve essere correlata:</p>		<p>Circa gli elementi di novità introdotti dalla Delibera relativi alla <b>determinazione dell'importo relativo del valore subentro entro un limite fisso predeterminato</b>, si evidenzia che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>il quadro regolatorio attuale prevede che il valore di subentro sia pari al valore dei beni reversibili non ancora ammortizzati al termine della concessione, al netto del fondo ammortamento, come risultante dal bilancio di esercizio e dalle variazioni eseguite a fini regolatori. La Delibera non prevede apparentemente delle modifiche a tale previsione, limitando tuttavia la possibilità di riconoscere all'interno del valore di subentro il saldo delle poste figurative al termine della concessione.</li> </ul>

		<p>a) alla necessità di assicurare la sostenibilità dei livelli tariffari praticati agli utenti;</p> <p>b) al mantenimento, per l'intera durata della concessione, dell'equilibrio economico-finanziario;</p> <p>c) alla necessità di evitare l'insorgere di una barriera all'ingresso di nuovi operatori al momento del riaffidamento della concessione, a vantaggio del concessionario uscente. Ai fini dell'applicazione di tale criterio, il rapporto fra il valore di subentro e l'EBITDA (<i>Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization</i>) del concessionario, valutato all'ultimo intero anno di gestione, non deve superare il valore di 1,6.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Il valore identificato, pari a 1,6 volte l'EBITDA, calcolato sulla base di elementi quali il piano di investimenti, potrà essere definito come riferimento, <b>lasciando comunque spazio per valutazioni caso per caso sulla base delle specificità di ciascuna concessione.</b></li> </ul> <p>Si evidenzia infine che il valore di subentro come oggi rappresentato non è elegibile nei flussi finanziari da parte delle agenzie di <i>rating</i> ai fini della valutazione delle metriche creditizie; tale limitazione comporta quindi un considerevole appesantimento della struttura finanziaria. Il valore di subentro dovrà invece avere qualificazioni che lo rendano rilevante per la valutazione delle metriche finanziarie da parte delle agenzie di <i>rating</i>.</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 22.2.2 (Valore di subentro) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
22	3.1	<p><b>Criteri di determinazione dei costi di capitale ai fini tariffari</b></p> <p><b>3. Costi di remunerazione del capitale</b></p> <p>1. I costi di remunerazione del capitale sono determinati in misura pari al tasso di remunerazione del capitale investito (WACC), moltiplicato per il Capitale</p>	<p>La proposta di <b>differenziare i costi di remunerazione del valore di subentro</b>, rispetto al resto del capitale investito, <b>applicando un tasso di remunerazione più basso, pari al costo del debito, presenta forti criticità e non risulta di fatto condivisibile.</b> Gli elementi di criticità fanno in particolare riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Fonti di finanziamento utilizzate per la realizzazione degli investimenti sottostanti al valore di subentro.</b> In analogia al</li> </ul>

		<p>investito netto al 1° 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 (<math>Rd</math>), a decorrere dal momento dell'effettiva realizzazione dell'investimento cui si riferisce.</p>		<p>resto degli investimenti realizzati, <b>gli investimenti sottostanti al valore di subentro sono finanziati tramite la struttura finanziaria adottata dalla concessionaria, facendo dunque ricorso tanto al capitale di debito, quanto al capitale proprio.</b></p> <p>Ne consegue, dunque, che il rendimento richiesto debba tener conto anche del costo opportunità richiesto dai fornitori di capitale proprio, per definizione maggiore del costo del debito.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Rischio di costruzione.</b> Alla stregua degli altri investimenti, gli <i>asset</i> riflessi nel valore di subentro sono soggetti al rischio di costruzione e quindi ad eventuali esuberi di costo non riconosciuti dal Concedente. Una remunerazione al semplice costo del debito ne sottostimerebbe dunque il corretto profilo di rischio/rendimento.</li> <li>• <b>Rischio di mercato.</b> In misura analoga al resto degli <i>asset</i>, il valore di subentro è soggetto ai rischi di mercato. In particolare, il concessionario entrante sarà disposto al pagamento del valore di subentro solo nella misura in cui ritenga che la concessione presenti un rendimento atteso adeguato e pari, in ottica ex-ante, al WACC di settore.</li> <li>• <b>Distorsioni alla leva finanziaria.</b> Pur escludendo ragionamenti circa il corretto profilo di rischio/rendimento da assegnare al valore di subentro, la modifica proposta comporterebbe che quest'ultimo debba essere finanziato tramite il solo ricorso a capitale di debito. Ciò appesantirebbe l'indebitamento netto del</li> </ul>
--	--	---	--	---

				<p>gestore, creando ulteriori distorsioni rispetto alla leva finanziaria implicita nel WACC regolatorio del settore.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Rendimento della concessione.</b> La modifica proposta comprometterebbe il rendimento della concessione, creando una distorsione negativa rispetto al WACC regolatorio del settore.</li> <li>• <b>Discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente e ad altri settori.</b> La misura risulta in sostanziale discontinuità rispetto al quadro regolatorio vigente, implicando la violazione dei principi di orientamento al costo insiti nella regolazione. La misura è inoltre in discontinuità a quanto applicato in altri settori regolamentati (incluso il settore aeroportuale) dove il valore di subentro non è soggetto ad un regime di remunerazione differenziato rispetto al resto degli <i>asset</i>.</li> </ul> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 22.3.1 (Costi di remunerazione del capitale) si rinvia al documento [X] allegato.</p>
23		<p><b>Tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>La metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito è individuata nel costo medio ponderato del capitale (WACC) di indebitamento e di rischio [..]</p>		<p>Sebbene l'intenzione di rivedere l'attuale metodologia di calcolo del WACC sia accolta con favore alla luce delle numerose limitazioni che caratterizzano la metodologia attuale, non in linea con le <i>best practice</i>, nella pratica le proposte paiono avere un impatto limitato nel mitigare tali criticità.</p> <p>È importante sottolineare come un quadro regolatorio stabile, certo e coerente, riducendo il rischio regolatorio, consente di ridurre il</p>

				costo del capitale e porterebbe quindi a benefici per i concessionari autostradali e per il settore stesso, ma anche per gli utenti finali.
23	2 e 3	<p><b>Tasso di remunerazione del capitale investito</b></p> <p>[...]</p> <p>2. Il valore del parametro relativo alla struttura finanziaria, o <i>gearing</i>, adottato per la ponderazione tra le fonti di finanziamento, è assunto pari a:</p> <p>(i) 50%, per tutte le imprese il cui <i>gearing</i> 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 <i>gearing</i> 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%. Pertanto, l'Autorità procede a calcolare il WACC secondo queste due fattispecie.</p> <p>3. Per individuare il WACC da utilizzare nella redazione del PFR, in relazione alla</p>		<p>La metodologia di calcolo del <i>gearing</i> prevede l'utilizzo di un valore nozionale di <i>gearing</i>, superando l'approccio storicamente utilizzato dall'Autorità. <b>In linea di principio, il passaggio a un <i>gearing</i> nozionale determina maggiore stabilità, trasparenza e prevedibilità rispetto all'approccio attuale. Tuttavia, le modifiche proposte risentono di rilevanti criticità</b> relative a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Lo scaglione del 75% individuato dalla Delibera è eccessivamente elevato per il settore autostradale e non è adeguatamente supportato dai precedenti regolatori.</b> A livello europeo, i valori di <i>gearing</i> nozionale definiti dai regolatori in diversi settori (trasporto, energia, idrico) si collocano generalmente tra il 50% ed il 60%. In linea di principio, il valore nozionale di <i>gearing</i> applicato ai concessionari autostradali dovrebbe essere inferiore rispetto a quello degli operatori di infrastrutture energetiche o idriche, in particolare considerando la maggiore esposizione al rischio volume e, laddove presente, al rischio costruzione a cui sono soggetti i concessionari autostradali.</li> <li>• <b>La metodologia di calcolo del <i>gearing</i> del singolo concessionario basata sui valori di libro del patrimonio netto e del debito lordo</b> che include debiti intra-gruppo; ed elementi di discontinuità nel patrimonio netto. <b>Nella prassi è invece generalmente raccomandato l'utilizzo dei valori di mercato.</b></li> </ul>

		<p>fattispecie in cui ricade, il concessionario calcola la propria leva come media ponderata crescente dei <i>gearing</i> 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>Inoltre, come chiarito anche in seguito con riferimento al parametro <i>beta</i>, <b>la metodologia di calcolo del <i>gearing</i>, basata su due valori alternativi di carattere nozionale, presenta un'incoerenza interna con la metodologia di <i>re-levering</i> del parametro <i>beta</i></b>, che prevede l'applicazione esclusivamente di una leva di tipo nozionale pari a 1, corrispondente solamente ad un <i>gearing</i> pari a 50%.</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punti 2 e 3 relativa al calcolo del <i>gearing</i> si rinvia al documento [X] allegato.</p>
23	4	<p>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</p>		<p><b>La metodologia di calcolo del costo del debito proposta nella Delibera elimina alcune delle criticità della metodologia attuale, tuttavia ne introduce delle altre.</b></p> <p>Per quanto riguarda gli <b>aspetti positivi</b> della metodologia proposta, si riscontra:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• L'avanzamento metodologico per cui non esiste più un disallineamento temporale nel premio al debito tra il costo del debito calcolato su una media di cinque anni e il <i>risk free rate</i> calcolato sugli ultimi 12 mesi;</li> </ul>

	<p>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. 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 <i>benchmark</i>, 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</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'eliminazione del <i>cap</i> al premio al debito rispetto al <i>risk free rate</i> di 200 punti base.</li> </ul> <p>I <b>nuovi (o perduranti) elementi di criticità</b> riguardano, tra gli altri, anche la metodologia di calcolo della quota del costo del debito calcolata sui valori di bilancio pesata al 90%, per cui:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Il calcolo del costo del debito di settore effettuato sui dati di bilancio delle società risulta poco trasparente, e non è replicabile.</b> Tale mancanza di trasparenza aumenta il rischio regolatorio percepito per il settore;</li> <li>• <b>Il costo del debito di settore è basato sui dati storici e non tiene conto dell'incertezza legata all'evoluzione futura nei tassi di mercato,</b> rischio non adeguatamente mitigato dal meccanismo di revisione del WACC intra-periodo;</li> <li>• <b>La metodologia di calcolo, per come descritta nel documento di consultazione, è soggetta ad aggiustamenti di carattere arbitrario e non appropriatamente motivati,</b> che potrebbero portare ad una sottostima del costo del debito.</li> </ul> <p>Infine, si rileva che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>I pesi di ponderazione prospettati dalla Delibera</b> per le due componenti del costo del debito pari rispettivamente a 90% e 10% <b>dovrebbero essere adeguatamente giustificati e al momento mancano di trasparenza;</b></li> </ul>
--	---	--	--

		<p>alla lettera a) è ponderato con un peso pari a 90%, mentre il costo del debito <i>benchmark</i> di cui alla lettera b) al 10%.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Il semplice utilizzo di un indice iBoxx non riflette il valore del merito creditizio dei concessionari italiani;</b></li> <li>• <b>L'utilizzo dei dati relativi agli "anni solari" per gli indici di mercato comporta un significativo disallineamento temporale</b> tra i valori utilizzati in sede di definizione del WACC e quelli prevalenti nel mercato al momento della delibera;</li> <li>• <b>Non è prevista una componente nel costo del debito a copertura dei costi di transazione e accensione del debito.</b></li> </ul> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punto 4 relativa al calcolo del costo del debito si rinvia al documento [X] allegato.</p>
23	6	<p>Il <i>risk free rate</i> 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><b>La metodologia proposta di calcolo del <i>risk free rate</i> sconta le stesse criticità dell'approccio passato e ne introduce delle nuove.</b> In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'utilizzo di dati <i>backward looking</i></b> che non consentono di tenere conto dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi nel corso del periodo regolatorio.</li> <li>• <b>L'utilizzo di anni solari che comporta l'esclusione di un numero significativo di dati più recenti.</b> La metodologia proposta determina un significativo disallineamento temporale tra i valori determinati e quelli prevalenti nei mercati al momento della delibera sul WACC.</li> </ul>

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'incertezza rispetto al periodo di decorrenza del calcolo del <i>risk free rate</i>.</b> Attualmente la delibera indica che il WACC di riferimento per il periodo regolatorio è quello calcolato all'anno base, il che comporterebbe una distanza ancora più significativa tra i dati utilizzati per la stima del <i>risk free rate</i> e i dati di mercato prevalenti al momento di applicazione del WACC.</li> </ul> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punto 6 relativa al calcolo del <i>risk free rate</i> si rinvia al documento [X] allegato.</p>
23	6	<p>L'<i>equity risk premium</i> è determinato utilizzando i valori medi di ERP ottenuti dalle stime delle serie storiche di Dimson, Marsh &amp; 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 ponderazione: [...] dove:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Ra <i>i</i> è la media aritmetica degli ERP determinati per l'<i>i</i>-esimo Paese/gruppo di Paesi;</li> <li>– Rg <i>i</i> rappresenta la media geometrica degli ERP determinati per l'<i>i</i>-esimo Paese/gruppo di Paesi;</li> </ul>		<p>La metodologia proposta per il calcolo dell'<i>equity risk premium</i> introduce alcuni elementi di novità rispetto alla metodologia attuale, proponendo di considerare anche i valori dell'ERP dell'Unione Europea in aggiunta ai valori dell'Italia.</p> <p><b>Si rileva che la metodologia proposta non è sufficientemente chiara</b> con riferimento in particolare a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le <b>motivazioni sottostanti e gli obiettivi perseguiti</b> con l'introduzione dell'ERP misurato sui paesi dell'Unione Europea;</li> <li>• <b>Le modalità di calcolo dell'ERP per i paesi dell'Unione Europea</b>, in particolare se questo deve essere individuato sulla base di una media semplice, o di una media ponderata dei paesi. Inoltre, la Delibera non indica esplicitamente quali paesi europei sarebbero inclusi nel calcolo.</li> </ul>

		<p>– t corrisponde all’orizzonte temporale considerato dalle stime,</p> <p>– n è il periodo medio di durata di un investimento, assunto pari a 15 anni</p>		<p>Infine, andrebbe valutata la coerenza tra quanto proposto per il calcolo dell’<i>equity risk premium</i> e il calcolo del tasso <i>risk-free</i> (sulla base dei titoli di stato italiani).</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punto 6 relativa all’<i>equity risk premium</i> si rinvia al documento <b>[X]</b> allegato.</p>
<b>23</b>	<b>7</b>	<p>Il parametro [beta] rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l’impresa operante in un dato mercato.</p> <p>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.</p> <p>[...]</p>		<p><b>La metodologia proposta per il calcolo del <i>beta</i> presenta numerosi elementi di criticità, di cui alcuni in continuità con le criticità della metodologia corrente, e alcune di carattere nuovo, basate sulle novità introdotte dalla metodologia. Nel dettaglio, le criticità rilevate fanno riferimento a:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>La mancanza di indicazioni chiare rispetto alle modalità di <i>de-levering dei beta</i> individuati per le società comparabili.</b> Al riguardo, secondo la prassi regolatoria in materia, il <i>de-levering dell’equity beta</i> dovrebbe essere effettuato utilizzando i valori del debito netto e della capitalizzazione di mercato di ciascuna impresa.</li> <li>• <b>La mancanza di coerenza tra la metodologia di <i>re-levering</i> proposta nella Delibera e i valori nozionali di <i>gearing</i> stabiliti.</b> L’applicazione di un unico valore della leva finanziaria (corrispondente a un <i>gearing</i> pari a 50%) è incoerente con l’utilizzo di due valori nozionali di <i>gearing</i> nella definizione del WACC (50% e 75%) e risulta ingiustificata. Tale approccio dà luogo a una sottostima della rischiosità legata alla struttura</li> </ul>

	<p>Una volta calcolata la media semplice/ponderata dei singoli asset beta così determinati, tale valore viene ritarato (cd <i>relevering</i>) sulla base della leva nozionale benchmark del settore autostradale, pari a 1 (corrispondente ad un <i>gearing</i> pari a 50%), finalizzata a tener conto di una struttura finanziaria efficiente, nonché del livello di tassazione assunto per il settore</p> <p>[...]</p> <p>I <i>comparables</i> sono individuati tra le società aventi le seguenti caratteristiche:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- quotate in borsa</li> <li>- disponibilità dei dati per almeno 24 mesi nel periodo considerato nel calcolo;</li> <li>- con rating creditizio di “<i>investment grade</i>”;</li> <li>- operative principalmente nell’Unione Europea;</li> <li>- non coinvolte in fusioni e acquisizioni significative, che influenzano il rispettivo beta</li> </ul>		<p>finanziaria degli operatori a cui viene assegnato un <i>gearing</i> nozionale di 75%, con conseguente sottostima del valore del costo dell’<i>equity</i> e del WACC.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Il campione include imprese non rappresentative del profilo di rischio dei concessionari autostradali, in particolare tramite l’inclusione di Snam e Terna.</b> La Delibera non chiarisce il processo di selezione delle quattro imprese individuate, escludendone altre potenzialmente più adatte, come ad esempio altri operatori di concessioni autostradali quali Vinci e Sacyr, o le società aeroportuali.</li> <li>• <b>L’utilizzo di un periodo di stima di tre anni, anziché cinque come nella metodologia corrente,</b> conduce potenzialmente a fluttuazioni più significative del beta tra un periodo regolatorio e l’altro.</li> <li>• <b>La mancanza tra i criteri di selezione delle società comparabili di un test di liquidità,</b> come fatto per altro per gli aeroporti, così da garantire che il parametro <i>beta</i> sia calcolato sulla base di imprese sufficientemente liquide.</li> </ul> <p>Infine, come per altri parametri, <b>l’utilizzo di un orizzonte temporale di tre anni solari esclude un significativo numero di dati più recenti, e comporta un disallineamento temporale tra i valori identificati dall’Autorità e quelli prevalenti nel mercato.</b></p>
--	--	--	---

	<p>indipendentemente dal rischio sistemico;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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;</li> </ul> <p>In sede di prima applicazione, sulla base dei criteri così individuati, i comparables selezionati sono i seguenti:</p> <table border="1" data-bbox="450 997 642 1179"> <thead> <tr> <th>Comparables</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EIFFAGE</td> </tr> <tr> <td>FERROVIAL</td> </tr> <tr> <td>SNAM</td> </tr> <tr> <td>TERNA</td> </tr> </tbody> </table>	Comparables	EIFFAGE	FERROVIAL	SNAM	TERNA		<p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punto 7 relativa al calcolo del <i>beta</i> si rinvia al documento [X] allegato.</p>
Comparables								
EIFFAGE								
FERROVIAL								
SNAM								
TERNA								

		L'Autorità si riserva di modificare, al fine di salvaguardare l'efficacia, la composizione di detto <i>panel</i> .		
23	9	<p>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 Misura, risulti variato 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>Come già rappresentato con riferimento al calcolo del <i>risk free rate</i> e il costo del debito, <b>si rileva la necessità di fornire maggiore chiarezza rispetto ai periodi di decorrenza per la stima dei diversi parametri del WACC e l'applicazione del parametro stesso.</b> In particolare, si segnala che, per come attualmente declinata (dove il WACC rilevante per il periodo regolatorio si riferisce al WACC dell'Anno Base, i cui parametri sono calcolati sulla base dei 3 anni solari precedenti), la metodologia sembrerebbe indicare un significativo disallineamento temporale tra: (i) i valori di mercato presi a riferimento per il calcolo dei parametri del WACC e (ii) i valori di mercato prevalenti al tempo della loro applicazione.</p> <p>Con riferimento al meccanismo di aggiornamento intra-periodo, si rileva che <b>in principio, l'idea di introdurre un meccanismo di trigger del WACC è positiva</b> poiché contribuisce a una riduzione del rischio legato ai movimenti futuri dei tassi di mercato. <b>Tuttavia, la soglia individuata è eccessivamente elevata</b>, anche alla luce del precedente della regolazione ARERA (50 punti base, con possibile revisione a 30 punti base dal 2025) <b>e, in quanto tale, rende improbabile l'attivazione del meccanismo di trigger, se non in circostanze eccezionali.</b></p> <p>Inoltre, la Delibera sembra prospettare <b>un'unica finestra per la verifica del trigger</b> sull'intero periodo regolatorio (nel secondo anno,</p>

			<p>quindi a tre anni di distanza da quando il WACC è stato fissato), <b>riducendone quindi la possibile efficacia.</b></p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevate con riferimento alla Misura 23 punto 9 relativa al meccanismo di <i>trigger</i> si rinvia al documento [X] allegato.</p>
25	1	<p>La variabile <math>P_{t+1}</math>, 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>La Delibera prevede il passaggio all'utilizzo delle stime sull'inflazione incluse nel Bollettino economico della Banca Centrale Europea in luogo di quelle contenute nel DEF/NADEF. Tuttavia, <b>questo cambiamento potrebbe non essere sufficiente a risolvere una delle principali criticità della metodologia attuale, ovvero la mancanza di stime puntuali per tutti gli anni del periodo regolatorio.</b></p> <p>Inoltre, <b>l'utilizzo di valori prospettici fa sì che il concessionario continui ad essere esposto all'andamento effettivo dell'inflazione, che potrebbe differire significativamente dalle stime prospettiche,</b> soprattutto in un contesto macroeconomico come quello attuale.</p> <p>Peraltro, la posizione adottata dall'Autorità riguardo l'aggiornamento dell'inflazione nell'ambito della tariffa di gestione non appare coerente con quanto previsto per altri settori (ad es. aeroportuale) dove l'aggiornamento avviene annualmente.</p>
29	2, 4 e 5	<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>La Delibera introduce degli <b>elementi di novità rispetto al criterio di riconoscimento e attualizzazione delle poste figurative che presentano rilevanti profili di criticità</b>, con riferimento a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• In primo luogo, <b>la natura delle poste figurative, che spesso corrispondono ad un'esigenza di contenimento delle tariffe</b></li> </ul>

	<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>4. L'eventuale anticipo o posticipo della contabilizzazione dei costi di cui al punto 1 deve determinare effetti nell'intervallo temporale strettamente indispensabile al suo assorbimento, compatibilmente con la dinamica tariffaria e nel rispetto dei principi di trasparenza, pertinenza e ragionevolezza.</p> <p>5. Il saldo delle poste figurative deve essere azzerato entro il termine di scadenza della concessione, dando priorità al saldo di poste figurative relative ai costi di rimborso del capitale, e non può confluire nel valore di subentro</p>		<p><b>dettata dal Concedente</b>, piuttosto che ad un vero desiderio da parte del concessionario.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>L'applicazione di modalità differenti per l'attualizzazione/capitalizzazione delle poste figurative a seconda della tipologia di costi sottostanti</b>, che porta a una sotto-remunerazione, e conseguentemente ad un disincentivo ad investire, in quanto tale meccanismo non assicura il rispetto dei principi di neutralità economico-finanziaria.</li> <li>• <b>La mancata compensazione dei rischi associati alla componente di remunerazione delle poste figurative, scontata al tasso di inflazione programmata.</b> Infatti, le poste figurative per essere incassate scontano tutti i rischi tipici dell'operatore concessionario, ovvero rischio disponibilità e rischio domanda, nonché il costo-opportunità nell'allocazione delle risorse.</li> <li>• <b>L'utilizzo del tasso di inflazione programmata sarebbe in contrasto con la sentenza del TAR Piemonte richiamata nel Documento VIR</b>, dove il tasso di remunerazione del capitale investito netto (nel caso delle concessioni vigenti il c.d. tasso <i>blended</i>, calcolato come media ponderata tra il WACC ed il TIR) è stato individuato come il tasso appropriato per garantire la neutralità economico-finanziaria.</li> <li>• <b>Il venir meno dei principi di orientamento al costo ed equilibrio economico-finanziario su cui si basa il meccanismo delle poste figurative.</b> A tal proposito, si evidenzia che la definizione stessa di poste figurative introdotta dall'Autorità, che richiede il</li> </ul>
--	--	--	---

		da corrispondersi da parte del concessionario subentrante.		<p>rispetto del principio di neutralità economico-finanziaria all'interno del periodo concessorio, non può essere verificata in presenza di diversi tassi di attualizzazione delle componenti relative alle poste figurative (rispettivamente WACC e inflazione programmata).</p> <p>Per ulteriori considerazioni in merito alle criticità rilevante con riferimento alla Misura 29 relativa alle poste figurative si rinvia al documento [X] allegato.</p>
--	--	--	--	---