

IL FULL COST RECOVERY TRA EQUILIBRIO SISTEMICO E ALLOCAZIONE DEL RISCHIO.

Nota a Cons. St., ad. plen., 7 novembre 2025, n. 16

Full cost recovery between overall financial balance and risk allocation. Case note on Cons. St., Ad. plen., 7 November 2025, no. 16

ANTONIO GRECO

Abstract [ITA] La sentenza n. 16 del 2025 dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato - pronunciandosi sulla riconoscibilità tariffaria degli oneri finanziari derivanti dal differimento biennale dei conguagli nel servizio idrico integrato - ridefinisce il principio di *full cost recovery* in chiave sistemica, sostituendo alla corrispondenza analitica tra costi sostenuti e ricavi tariffari il parametro dell'equilibrio economico-finanziario complessivo della gestione. Il contributo analizza questa operazione ermeneutica, individuandone le prospettabili aporie motivazionali: il difetto di differenziazione tra conguagli generati da variabili gestionali efficientabili e conguagli determinati da fattori genuinamente esogeni; la qualificazione del rischio da *regulatory lag* come rischio operativo concessorio, laddove si tratta invece di un rischio istituzionale generato dalla stessa architettura regolatoria; l'inconferenza dell'argomento fondato sull'art. 1282 c.c., che confonde la disciplina degli interessi su obbligazioni liquide con la diversa questione della riconoscibilità tariffaria del costo del capitale circolante; l'ambiguità dei principi di diritto enunciati, che aprono spazi di eccezione senza definirne i presupposti. Alla lettura della Plenaria pare possa contrapporsi che il parametro corretto per ridefinire il *full cost recovery* non è né la corrispondenza analitica né l'equilibrio sistemico, ma la natura del rischio che genera il costo, con la conseguente elaborazione di una concezione *differenziata* del principio: i costi derivanti da rischi gestionali efficientabili possono essere esclusi dalla copertura tariffaria in nome della logica incentivante; quelli derivanti da rischi istituzionali devono invece essere riconosciuti. Il contributo colloca la sentenza in una prospettiva sistematica più ampia, correlandola con la successiva ordinanza della Sezione Seconda n. 10151 del 22 dicembre 2025, che in materia contigua - la legittimità eurounitaria del meccanismo di compensazione sui ricavi da energia rinnovabile - dispone il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia (negato dall'Adunanza Plenaria nel nome dell'*acte clair*), segnalando come il "banco di prova europeo" dei principi elaborati dal supremo consesso amministrativo in chiave interna resti ancora aperto.

Abstract [ENG] In judgment no. 16 of 2025, the Adunanza Plenaria of the Council of State addressed whether financial charges arising from the biennial deferral of reconciliation adjustments in the integrated water service must be recognised in the regulated tariff. The court answered in the negative, redefining the principle of full cost recovery in systemic terms: rather than requiring an analytical correspondence between costs incurred and tariff revenues, the principle is held to demand no more than the overall economic and financial equilibrium of the service operation. This article subjects that reasoning to critical scrutiny. Several flaws are identified. First, the court applies a uniform solution to structurally different situations, failing to distinguish between adjustments driven by operationally controllable variables and those caused by genuinely exogenous factors. Second, it misclassifies regulatory lag risk as ordinary operational concession risk, when the risk in question is institutional in nature, being generated by the regulatory architecture itself rather than by any conduct of the operator. Third, it invokes Article 1282 of the Civil Code in a context where that provision is inapposite: the rules governing interest on liquidated obligations are simply not responsive to the question of whether working capital costs are tariff-recoverable. Fourth, the legal principles enunciated by the court are ambiguous: they acknowledge exceptions without defining the conditions under which those exceptions operate, thereby displacing rather than resolving the underlying dispute. The article proposes an alternative framework. The correct criterion for redefining full cost recovery is the nature of the risk generating the cost. Costs attributable to risks that operators can address through efficient managerial choices may legitimately be excluded from tariff coverage under an

incentive-based regulatory logic. Costs arising from institutional risks - those generated by the regulatory structure itself - must be recognised. This yields a differentiated conception of full cost recovery, one that the Adunanza Plenaria itself implicitly acknowledged but failed to carry through to its logical conclusions. The article concludes by situating the judgment within a broader systemic context. Read alongside the subsequent order of the Second Section of the Council of State no. 10151 of 22 December 2025 - which, in a closely related matter concerning the EU-law compatibility of a revenue-cap mechanism for renewable energy producers, made a preliminary reference to the Court of Justice that the Adunanza Plenaria had declined to make on acte clair grounds - the judgment reveals a deeper tension: the domestic principles it elaborates have yet to face their European test.

Parole chiave: Full cost recovery, Regolazione tariffaria, Allocazione del rischio, Servizio idrico integrato, Autorità indipendenti.

Keywords: Full cost recovery, Tariff regulation, Risk allocation, Integrated water service, Independent regulatory authorities.

SOMMARIO: 1. Premessa: la posta in gioco teorica di una decisione apparentemente tecnica. - 2. Il contesto: meccanismo tariffario, contrasto giurisprudenziale e fondamento normativo del principio. - 3. La ridefinizione del principio di recupero integrale dei costi: coerenza del paradigma e prospettabili aporie della motivazione. - 4. Il rischio da *regulatory lag*, la contraddizione interna e la qualificazione del rischio concessorio. - 5. Il sindacato giurisdizionale, la CTU come specchio delle tensioni, il rinvio pregiudiziale e la discrasia con l'ordinanza n. 10151/2025. - 6. I principi di diritto enunciati: analisi della portata nomofilattica. - 7. La dimensione sistemica: neutralità finanziaria, sostenibilità degli investimenti, eterointegrazione, poteri impliciti e affidamento.

1. Premessa: la posta in gioco teorica di una decisione apparentemente tecnica

La sentenza n. 16 del 2025 dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato origina da una questione che, nella sua formulazione tecnica, potrebbe apparire confinata ai meccanismi interni della regolazione tariffaria del servizio idrico: se il principio del recupero integrale dei costi imponga il riconoscimento, in tariffa, degli oneri finanziari derivanti dal differimento biennale con cui i conguagli vengono liquidati ai gestori del servizio idrico integrato. La risposta negativa della Plenaria è nondimeno tutt'altro che circoscritta al caso concreto: essa ridefinisce il significato normativo del principio di *full cost recovery* nell'intero campo dei servizi di interesse economico generale, sposta il baricentro del sindacato giurisdizionale sugli atti delle autorità indipendenti di regolazione, e prende posizione - con la forza propria della fonte nomofilattica - su alcune delle questioni più dibattute della dottrina amministrativistica in materia di rapporti tra regolazione economica, autonomia privata e diritto dell'Unione europea.

Merita pertanto considerare la coerenza interna delle motivazioni della sentenza in commento, e la portata sistematica di quest'ultima rispetto al quadro normativo - interno ed europeo - nel quale si iscrive, in una prospettiva dogmatica, diacronica e funzionale: dogmatica, perché attenta alla struttura argomentativa e alla tenuta logica della motivazione; diacronica e comparativa, in correlazione alla successiva ordinanza di rimessione pregiudiziale della Sezione Seconda del Consiglio di Stato, n. 10151 del 22 dicembre 2025, che in materia contigua adotta un approccio metodologicamente opposto; funzionale, perché valuta le implicazioni della soluzione adottata sulla sostenibilità finanziaria degli investimenti nel settore idrico e sulla sua compatibilità con gli obiettivi della transizione ecologica.

La sentenza è corretta nel superare una concezione meramente contabile del *full cost recovery*, ma sollecita non unidirezionali considerazioni circa la differenziazione tra conguagli generati da variabili gestionali efficientabili ed esogeni puri, la piena coerenza alle disposizioni di rango primario – e no – applicabili, nonché con riguardo alla qualifica del rischio da *regulatory lag* come rischio operativo concessorio, anziché – piuttosto – come un rischio istituzionale generato dalla stessa architettura regolatoria. La Plenaria, inoltre, enuncia principi di diritto che, nell’ambizione di chiarezza nomofilattica, contengono elementi di ambiguità suscettibili di riemersione, e pare voler concludere il dialogo con il diritto dell’Unione mediante una dottrina dell’*acte clair* che la Sezione Seconda del Consiglio di Stato, poche settimane dopo, non ha ritenuto applicabile in materia contigua.

Pare così necessario valutare l’equilibrio ricercato dalla Plenaria con la precisa opzione di politica regolatoria adottata, non solo sul piano della legittimità formale, ma anche su quello della coerenza sistematica e della sostenibilità di lungo periodo.

2. Il contesto: meccanismo tariffario, contrasto giurisprudenziale e fondamento normativo del principio

Il metodo tariffario elaborato da ARERA per il servizio idrico integrato si fonda su un *Vincolo ai Ricavi del Gestore* (VRG), determinato *ex ante* sulla base di stime, che comprende costi delle immobilizzazioni (Capex), fondo nuovi investimenti (FoNI), costi operativi (Opex), costi ambientali (ERC) e - al centro della presente controversia - una componente di conguaglio (Rc-tot) che consente il recupero degli scostamenti tra valori stimati nell’anno a-2 e dati consuntivati. Il differimento biennale è strutturalmente connaturato al sistema: al momento della predisposizione tariffaria non si dispone ancora di tutti i dati certificati necessari all’allineamento tra costi sostenuti e gettito tariffario. Il conguaglio riflette tre tipologie di scostamento: per i costi esogeni (differenza tra importo riconosciuto in tariffa e valorizzazione a consuntivo); per i costi previsionali efficientabili (differenza tra stima e spesa effettiva); per i volumi (scostamento tra gettito tariffario teorico e entrate effettive). Il metodo prevede l’aggiornamento dei conguagli al tasso di inflazione, ma non riconosce l’onere finanziario derivante dalla prolungata indisponibilità delle somme, nella duplice forma di interesse su finanziamento esterno (se il gestore ricorre al mercato del credito per far fronte al fabbisogno) o di costo opportunità (se impiega risorse proprie in attesa del differito ristoro tariffario).

Il contrasto giurisprudenziale che ha reso necessaria la rimessione alla Plenaria riflette la polisemia del principio di *full cost recovery*. Il Tribunale Amministrativo Regionale per la Lombardia¹ aveva aderito a una lettura che si può definire analitica o contabile: il principio imporrebbe una perfetta simmetria tra costi sostenuti e ricavi tariffari, sicché il mancato riconoscimento degli oneri finanziari da differimento determinerebbe una compressione indebita dell’equilibrio economico-finanziario della concessione. In questa prospettiva, ogni costo inerente alla gestione del servizio - ivi incluso il costo del denaro per il periodo di indisponibilità delle somme - dovrebbe trovare copertura nella tariffa. L’impostazione fatta propria dalla Plenaria si muove invece lungo una linea sistemica diversa: il recupero dei costi non è fine a sé stesso, ma strumentale al raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario sostenibile, compatibile con le esigenze di efficienza e con la tutela dell’utenza.

Questa diversa impostazione riflette le sollecitazioni della dottrina (già nella vigenza dei metodi tariffari MTI-2 e MTI-3), laddove non ci si è limitati a sostenere in termini generali una lettura forte

¹ * *PhD, Professore a contratto di Diritto amministrativo nell’Università degli Studi di Padova.*
T.A.R. Milano, sez. I, 25/1/2023, n. 499, consultabile in giustizia-amministrativa.it.

del *full cost recovery*, ma è stato individuato un fondamento normativo specifico e puntuale dell'interpretazione maggiormente inclusiva, nell'art. 3, comma 1, lett. d), del d.P.C.M. 20 luglio 2012, che espressamente attribuisce ad ARERA il compito di riconoscere i «*costi efficienti di investimento e di esercizio sostenuti dai gestori*»². L'accento sui costi «*sostenuti*» sembra infatti non limitare alla considerazione di costi compatibili con l'equilibrio complessivo, o di costi stimati secondo parametri di efficienza astratta, bensì includere costi efficienti effettivamente sostenuti. In questa prospettiva, il costo finanziario del differimento biennale - che è un costo reale, sostenuto concretamente dal gestore per far fronte al fabbisogno generato dal *regulatory lag* - dovrebbe rientrare nell'obbligo di riconoscimento tariffario, a condizione che sia qualificabile come efficiente nel senso di non derivare da inefficienze gestionali evitabili: la diversa accezione fatta propria da ARERA secondo cui il *full cost recovery* imporrebbe non il recupero integrale dei costi efficienti, ma solo quello necessario all'equilibrio economico-finanziario, contrasterebbe dunque sia con il dato normativo sia con i principi di legalità e ragionevolezza, poiché introdurrebbe una soglia di copertura inferiore a quella prescritta dalla normativa applicabile.

Al riguardo, merita da subito evidenziare come la Plenaria non paia aver colto l'occasione di approfondire l'argomento interpretativo dinanzi evidenziato. Essa ridefinisce il *full cost recovery* in chiave sistemica richiamando le fonti primarie - l'art. 154 del d.lgs. n. 152 del 2006, l'art. 9 della direttiva 2000/60/CE, l'art. 26 del d.lgs. n. 201 del 2022, l'art. 177 del d.lgs. n. 36 del 2023 - e la logica del *price cap* come meccanismo di incentivazione dell'efficienza, ma non si confronta con la disposizione regolamentare che si presta ad essere considerata come fondamento normativo specifico dell'obbligo di copertura analitica. La sentenza, nonostante la forza nomofilattica che le è propria, neppure spiega perché la formulazione puntuale del d.P.C.M. 2012 debba essere reinterpretata o, in ipotesi, disapplicata, o considerarsi superata. A ben vedere, neppure menziona detto referente normativo.

3. La ridefinizione del principio di recupero integrale dei costi: coerenza del paradigma e prospettabili aporie della motivazione

Il perno della decisione risiede nel passaggio da una concezione analitica a una sistemica del principio di *full cost recovery*. La Plenaria afferma che tale principio non può essere letto come un «*obbligo di riconoscimento tariffario di ogni costo sostenuto dal gestore*», ma alla luce di una pluralità di finalità - efficienza, sostenibilità economica, tutela ambientale, accessibilità del servizio - sicché il recupero integrale assume un significato qualitativo e non meramente quantitativo: esso richiede che siano coperti i costi «efficienti», ossia quelli coerenti con un modello gestionale ottimale, escludendo quelli derivanti da inefficienze o da scelte gestionali non virtuose. Ne consegue che gli oneri finanziari da differimento dei conguagli non sono qualificati come costi necessariamente efficienti, ma come effetti potenzialmente riconducibili a scelte organizzative e finanziarie del gestore, la cui riconoscibilità è rimessa alla valutazione discrezionale del regolatore.

Questa operazione ermeneutica è, sul piano della teoria economica della regolazione, coerente con il paradigma nel quale la sentenza si iscrive. La dottrina economica ha da tempo evidenziato i limiti della

² Si v. E. BRUTI LIBERATI, *Le tariffe del servizio idrico integrato tra principi generali e norme settoriali*, relazione alla X Giornata di Studio degli Affari Giuridici di ARERA, Milano, 25 novembre 2019, pubblicato nel sito di ARERA.

regolazione basata sul rimborso integrale dei costi storici (*cost plus*), che tende a indurre comportamenti opportunistici di sovracapitalizzazione e inefficienza produttiva³. Il meccanismo del *price cap*, che la Plenaria identifica correttamente come il dispositivo tariffario adottato da ARERA, è precisamente concepito per simulare, in contesti di monopolio naturale, gli effetti disciplinanti della concorrenza: il gestore che riesce a contenere i costi al di sotto del livello riconosciuto in tariffa trattiene il differenziale come profitto, mentre quello che supera quel livello ne sopporta le conseguenze. In questa logica, il mancato riconoscimento degli oneri finanziari sui conguagli può essere letto come uno strumento per evitare fenomeni di azzardo morale - la tendenza del monopolista a trasferire sui consumatori i costi derivanti da inefficienze organizzative o finanziarie - e per incentivare comportamenti gestionali virtuosi.

Tuttavia, proprio questa impostazione rivela l'aporia centrale della motivazione, che non è di principio ma di applicazione: la Plenaria riconosce che i conguagli non sono tutti uguali - distingue esplicitamente tra componenti influenzate da variabili gestionali efficientabili (inefficienze di misurazione, perdite di rete, gestione energetica) e componenti determinate da fattori genuinamente esogeni (dinamica demografica, cambiamenti climatici, crisi epidemiologiche, impennata dei prezzi energetici) - ma perviene a una soluzione uniforme: applica il mancato riconoscimento degli oneri finanziari a entrambe le categorie, senza distinzione. Questa uniformità di trattamento, applicata a situazioni eterogenee, costituisce una "zona grigia" della decisione.

L'argomento incentivante che sorregge la scelta regolatoria è pertinente ed efficace rispetto ai conguagli endogeni: se l'entità del conguaglio dipende in parte dalla capacità del gestore di prevedere accuratamente i consumi, di contenere le perdite di rete, di ottimizzare i consumi energetici, allora negare il riconoscimento degli oneri finanziari su quella componente costituisce un incentivo reale a migliorare le prestazioni gestionali. Ma il medesimo argomento perde completamente la propria forza giustificativa rispetto ai conguagli esogeni puri. Se il gestore ha subito un aumento imprevedibile dei prezzi energetici - come nel biennio 2021-2022, ampiamente citato dalla stessa Plenaria come caso paradigmatico di evento eccezionale - o una riduzione dei consumi dovuta a fattori demografici o climatici del tutto estranei alla sua sfera gestionale, imputargli anche il costo finanziario del differimento significa fargli sopportare le conseguenze di eventi rispetto ai quali non aveva alcun margine di intervento. Non vi è, in questi casi, alcun comportamento da incentivare né alcuna inefficienza da correggere: la logica del *price cap* come meccanismo di incentivazione all'efficienza semplicemente non si applica a componenti di costo che il gestore non controlla.

Il difetto di differenziazione solleva inoltre un problema di ragionevolezza nel senso elaborato dalla giurisprudenza della Corte costituzionale. Come il Giudice delle leggi ha chiarito con orientamento ormai consolidato, il principio di ragionevolezza non si esaurisce nel divieto di arbitrarietà, ma implica un controllo sulla congruità del rapporto tra mezzi e fini e sulla proporzionalità delle scelte⁴, richiedendo

³ Si v. J.-J. LAFFONT, J. TIROLE, *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge, Mass. and London, MIT Press, 1993; P.L. JOSKOW, *Incentive Regulation and Its Application to Electricity Networks*, in *Review of Network Economics*, Vol.7, Issue 4, 2008; ID., *Incentive Regulation in Theory and Practice: Electricity Distribution and Transmission Networks*, Cambridge Working Papers, 2007, consultabile in researchgate.net; T.P. LYON, *Incentive Regulation in Theory and Practice*, in M.A. CREW (eds), *Incentive Regulation for Public Utilities. Topics in Regulatory Economics and Policy*, vol 18. Springer, Boston, MA, 1994.

⁴ L'attenzione è, in particolare, alla seconda e alla quarta fase del giudizio di proporzionalità (verifica di legittimità, valutazione del rapporto mezzo-fini, verifica della necessità, esame della proporzionalità «*in senso stretto*»), in relazione al quale - e alla relativa giurisprudenza costituzionale, valga per tutti il richiamo a M. CARTABIA, *I principi di ragionevolezza e proporzionalità nella giurisprudenza costituzionale italiana*, relazione alla

in particolare che situazioni eterogenee siano disciplinate in modo differenziato ove la diversità sia rilevante rispetto alla *ratio* della disciplina. Applicando queste coordinate al caso di specie, la scelta di escludere in via generalizzata gli oneri finanziari sui conguagli si confronta con la natura composita di questi ultimi: la finalità incentivante, che costituisce la *ratio* della disciplina, è pertinente solo rispetto alle componenti endogene. Rispetto alle componenti esogene, la mancata differenziazione si traduce in un vizio di ragionevolezza per difetto di distinzione, poiché la misura adottata incide anche su costi inevitabili rispetto ai quali il gestore non dispone di alcun margine di intervento. Ciò non significa che la soglia della manifesta irragionevolezza sia necessariamente superata - data l'ampiezza del margine di discrezionalità del regolatore in ambiti di elevata complessità tecnica - ma segnala una tensione che avrebbe meritato di essere esplicitamente affrontata, e che potrebbe costituire il terreno di contestazioni giurisdizionali da parte di gestori che dimostrino la natura genuinamente esogena dei propri conguagli.

La sentenza dell'Adunanza Plenaria tratta in modo specifico anche i cosiddetti conguagli "discrezionali", quelli ulteriormente posticipati rispetto al biennio ordinario per scelta degli Enti di Governo dell'Ambito (EGATO), che decidono di contenere le tariffe al di sotto del livello consentito dal metodo tariffario, spostando il recupero dei conguagli in periodi regolatori successivi. La Plenaria afferma che, poiché tale rinvio avviene con il consenso del gestore - le determine ARERA richiedono l'accordo tra EGATO e gestore - quest'ultimo non può poi rivendicare il riconoscimento degli oneri finanziari sul differimento ulteriore. L'argomento è formalmente coerente: chi accetta consapevolmente un differimento aggiuntivo non può dolersene sul piano finanziario. Tuttavia, esso merita una valutazione più attenta sotto il profilo della effettività del consenso. Il gestore che si trova di fronte alla proposta dell'EGATO di rinviare il recupero dei conguagli si trova in una posizione negoziale strutturalmente asimmetrica: il rifiuto potrebbe esporre l'ente d'ambito a tensioni politiche e finanziarie, mentre l'accordo consente comunque di mantenere un rapporto collaborativo con il concedente. In ogni caso, la posizione del gestore si configura inidonea a costituire un vero e proprio potere negoziale. In questo contesto, la qualificazione del consenso del gestore come libera e informata accettazione del rischio finanziario da differimento ulteriore appare eccessivamente rigida, e non affronta la questione sostanziale se la bilateralità dell'accordo sia reale o soltanto apparente. La motivazione della Plenaria, su questo punto, si limita alla registrazione del dato formale senza interrogarsi sulla struttura di potere sottostante al rapporto tra EGATO e gestore.

Le considerazioni che precedono non si esauriscono nella critica alla soluzione adottata, ma sollecitano una ricostruzione alternativa del principio. Il passaggio da una concezione analitica a una sistemica del *full cost recovery* - operato dalla Plenaria - è corretto nel rifiutare la corrispondenza voce per voce tra costi sostenuti e ricavi tariffari, ma sceglie un parametro di ricostruzione opinabile: l'equilibrio economico-finanziario complessivo della gestione non è un criterio sufficientemente preciso per orientare il riconoscimento delle singole componenti di costo, perché è valutabile solo *ex post* e a livello aggregato, e si presta quindi a essere invocato in modo sostanzialmente circolare: il costo non è riconoscibile perché l'equilibrio complessivo è garantito, e l'equilibrio complessivo è garantito perché quel costo non viene riconosciuto.

Conferenza trilaterale delle Corti costituzionali italiana, portoghese e spagnola, in Corte costituzionale, Servizio studi (a cura di), *Quaderno predisposto in occasione dell'incontro trilaterale tra Corte costituzionale italiana, Tribunale costituzionale spagnolo e Corte costituzionale portoghese* (tenutosi a Roma, Palazzo della Consulta 24-26 ottobre 2013), reperibile in cortecostituzionale.it; (anche sulla congruità delle leggi in raffronto ai «dati scientifici») R. BIN, *Ragionevolezza, eguaglianza e analogia*, lezione tenuta al Palazzo della Consulta nel corso della SSM di giustizia costituzionale, il 30 maggio 2023, in robertobin.it.

Il parametro corretto per ridefinire il *full cost recovery* non è né la corrispondenza analitica né l'equilibrio sistemico, ma la natura del rischio che genera il costo: solo i costi derivanti da rischi che il gestore è in grado di gestire o di prevenire attraverso scelte organizzative e finanziarie efficienti possono essere esclusi dalla copertura tariffaria in nome della logica incentivante; i costi derivanti da rischi istituzionali - generati cioè dalla struttura regolatoria e non dall'attività del gestore - devono invece essere riconosciuti, pena la rottura della simmetria allocativa che è il fondamento di qualsiasi sistema concessorio. In questa prospettiva, il *full cost recovery* non è né integrale né sistemico, ma differenziato. La sua portata varia in funzione della natura del rischio che ha generato il costo, secondo un criterio che la Plenaria ha intravisto - nella distinzione tra componenti endogene ed esogene - ma non ha portato a compimento nelle conseguenze applicative.

4. Il rischio da *regulatory lag*, la contraddizione interna e la qualificazione del rischio concessorio

Strettamente connessa è la questione della corretta qualificazione del rischio derivante dal differimento biennale dei conguagli. La Plenaria lo riconduce al «*rischio operativo tipico del modello concessorio*» (par. 7.3 della motivazione), affermando che la regolazione non è tenuta a sterilizzare ogni rischio gravante sul gestore e che l'accollo del rischio di anticipare i costi esogeni per un biennio è «*coerente con la traslazione del rischio operativo tipica del modello concessorio*», richiamando al riguardo gli artt. 176 e 177 del d.lgs. n. 36 del 2023.

Questa qualificazione non pare inconfutabile, per una ragione di fondo che attiene alla natura stessa del rischio in esame. Il rischio operativo - nel senso tecnico che la disciplina delle concessioni attribuisce a questa nozione - è il rischio connesso all'esecuzione della prestazione, alla variabilità della domanda, alle oscillazioni dei costi di produzione: è, in altri termini, il rischio che l'attività concessionaria, nella sua dimensione economica, generi risultati diversi da quelli attesi a causa di fattori di mercato. Il *regulatory lag* è un fenomeno di natura diversa: non deriva dall'alea del mercato né dall'esecuzione della prestazione, ma è una conseguenza diretta e necessaria di una scelta strutturale del regolatore, ossia quella di adottare un sistema tariffario con differimento biennale dei conguagli. Come si è osservato in dottrina⁵, il rischio regolatorio in senso proprio - di cui il *regulatory lag* è una declinazione - trova la propria causa non nell'attività del gestore, ma nelle decisioni dell'autorità pubblica competente, ed è pertanto un rischio istituzionale, non di mercato. Imputare integralmente questo rischio al gestore comporterebbe il trasferimento delle conseguenze di scelte non ascrivibili alla sua sfera decisionale, in carenza di qualsivoglia potere di influenza. Il gestore non può ridurre il *regulatory lag* attraverso comportamenti gestionali più efficienti, così come non può eliminare il differimento biennale negoziandone la durata con ARERA. L'imputazione integrale al gestore pone dunque un problema di coerenza con il principio di corretta allocazione dei rischi, secondo cui ciascun rischio dovrebbe gravare sul soggetto che è in grado di gestirlo o di influenzarne l'andamento.

La Plenaria tenta di attenuare questa criticità in due modi. In primo luogo, valorizza la temporaneità del differimento - circoscritto al biennio - e la sua mitigazione attraverso il riconoscimento dell'inflazione e i meccanismi di riequilibrio previsti dalla regolazione (anticipazioni CSEA, revisioni tariffarie, meccanismi *sovra-cap*). In secondo luogo, richiama l'esistenza di meccanismi di anticipazione finanziaria della CSEA per gli aumenti eccezionali di costo energetico, per affermare che il sistema complessivo è sufficientemente flessibile da compensare le situazioni di squilibrio grave.

⁵ Si v. G. MAJONE, *Regulating Europe*, Routledge, London, 1996.

Entrambi gli argomenti non soddisfano appieno. La temporaneità del differimento non esclude la rilevanza economica del costo: un biennio di indisponibilità di somme significative produce, sul piano della finanza aziendale, un costo opportunità reale e misurabile, che la teoria finanziaria considera componente ordinaria del costo del capitale circolante⁶. Il fatto che il differimento sia limitato nel tempo non lo rende privo di effetti economici: ogni impresa che gestisca un ciclo finanziario con ricavi ritardati rispetto ai costi sopporta un costo del denaro che, nel tempo, incide sul rendimento del capitale investito.

Più significativo, sotto il profilo della coerenza interna della motivazione, pare quanto emerge dall'argomento relativo alle anticipazioni CSEA. La Plenaria, nel descrivere questo meccanismo di riequilibrio, precisa che «*per l'anticipazione finanziaria della CSEA, il Gestore sostiene un onere finanziario pari al tasso di interesse applicato correlato a quello ottenuto dalla CSEA sulle proprie giacenze liquide*», e ritiene che ciò «*non sia in contraddizione col fatto che nel VRG al gestore venga riconosciuta solo l'inflazione sul valore dei conguagli differiti nel tempo*» (par. 7.4). Tuttavia, questa affermazione è contraddittoria. Se la CSEA - soggetto pubblico terzo rispetto al rapporto tra ARERA e gestore - può erogare anticipazioni ricevendo in cambio un corrispettivo calcolato sul tasso di interesse, ciò significa che il sistema riconosce implicitamente l'esistenza di un costo del denaro connesso al differimento temporale: lo stesso costo che la Plenaria nega debba essere riconosciuto in tariffa. La differenza non è di natura economica, ma di "canale": nel primo caso il costo è sostenuto dal gestore verso la CSEA in via straordinaria; nel secondo non viene riconosciuto in via ordinaria nella struttura tariffaria. Sennonché, questa diversità di canale non muta la sostanza economica del problema: il costo del differimento esiste, produce effetti finanziari reali, ed è di fatto posto a carico del gestore in entrambe le ipotesi. La motivazione della Plenaria non risolve questo aspetto problematico: si limita a escluderne la contraddittorietà senza spiegarne le ragioni sul piano della coerenza economica, il che lascia aperta la questione se il sistema nel suo complesso sia effettivamente neutro rispetto al costo del *regulatory lag*, o se non produca invece un aggravio ingiustificato a carico dei gestori che non si trovano nelle condizioni di emergenza che giustificano l'accesso alle anticipazioni CSEA.

Un ulteriore profilo, che la sentenza sviluppa come argomento autonomo a chiusura del ragionamento sugli oneri finanziari (par. 7.7), riguarda il piano del diritto civile delle obbligazioni. La Plenaria afferma che gli interessi sui conguagli non sarebbero dovuti neppure in base alla disciplina generale delle obbligazioni, poiché i conguagli non costituirebbero un credito certo ed esigibile da parte del gestore prima della loro determinazione costitutiva da parte dell'Autorità⁷. Merita tuttavia rilevare che, se per un verso la liquidità e la certezza del credito sono condizioni necessarie per la decorrenza degli interessi ai sensi dell'art. 1282 c.c., e se sotto altro profilo il conguaglio, prima della sua determinazione da parte dell'Autorità, non è né liquido né esigibile in senso tecnico, sotto altro profilo ancora questa linea argomentativa confonde due piani distinti: quello dell'esigibilità del conguaglio già determinato - che ovviamente sorge solo con la determinazione costitutiva - e quello della riconoscibilità in tariffa del costo finanziario generato dal meccanismo strutturale di differimento. Il punto rilevante nella decisione della Plenaria non attiene al riconoscimento di interessi su un credito già liquido ed esigibile, bensì al meccanismo per il quale la tariffa riconosca, come componente del costo del servizio, il costo finanziario del ciclo di incasso ritardato rispetto al ciclo di costo. Si tratta di un costo strutturale di esercizio, non di un interesse moratorio su un credito certo. La Plenaria tratta impropriamente i due profili come integranti

⁶ Si v. R. BREALEY, S. MYERS, F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 13 th. ed., McGraw-Hill, 2020.

⁷ Il riferimento della Plenaria è a Cass. civ., Sez. un., 11 ottobre 2022, n. 29593.

la stessa questione. In realtà, il riferimento all'art. 1282 c.c. e alla giurisprudenza della Cassazione è pertinente per escludere la *mora debendi* su somme non ancora determinate, ma non è sufficiente a escludere che il costo del capitale circolante generato dal *regulatory lag* costituisca una componente tariffariamente riconoscibile come costo efficiente del servizio. Il ragionamento della Plenaria su questo punto è dunque corretto nella premessa - nessun interesse ex art. 1282 c.c. su crediti non liquidi - ma inconferente rispetto alla questione effettivamente controversa, che attiene alla struttura dei costi del servizio e non alla disciplina delle obbligazioni pecuniarie.

5. Il sindacato giurisdizionale, la CTU come specchio delle tensioni, il rinvio pregiudiziale e la discrasia con l'ordinanza n. 10151/2025

Ancor prima di esaminare i profili specifici del sindacato giurisdizionale e del rinvio pregiudiziale, è utile collocare la sentenza in una prospettiva sistematica più ampia, che ne chiarisca la posizione nel quadro evolutivo della regolazione economica dei servizi di interesse generale.

La pronuncia in esame e l'ordinanza della Sezione Seconda n. 10151 del 22 dicembre 2025 - pur riguardando settori distinti e tecniche regolatorie non sovrapponibili - convergono nel delineare un fenomeno di portata più generale: la progressiva erosione della simmetria economica tra costi, ricavi e utili nei settori regolati. La Plenaria interviene sul lato dei costi, affermando che non tutti i costi sostenuti dal gestore sono tariffariamente riconoscibili, bensì solo quelli efficienti, coerenti con il modello gestionale ottimale prefigurato dal regolatore. L'ordinanza n. 10151/2025 interviene, specularmente, sul lato dei ricavi, problematizzando la legittimità eurounitaria di un meccanismo nazionale che sottrae al produttore di energia rinnovabile una quota dei ricavi di mercato calcolata non sull'utile ma sulla differenza tra prezzo tabellare e prezzo di mercato, senza deduzione dei costi. Le due decisioni operano dunque in direzioni opposte - l'una restringe ciò che il gestore può recuperare, l'altra comprime ciò che il produttore può trattenere - ma producono un effetto comune: la ridefinizione pubblica, asimmetrica e non coordinata, dello spazio economico dell'impresa regolata.

Questo parallelismo non è privo di implicazioni teoriche. Esso segnala che il modello classico di equilibrio economico-finanziario nei servizi regolati - fondato sulla simmetria tra costi efficienti riconoscibili e ricavi corrispondenti - è sottoposto a una pressione sistematica proveniente da direzioni diverse e con strumenti diversi: la regolazione tariffaria sul lato dei costi, la regolazione di emergenza sul lato dei ricavi. La sentenza in esame rappresenta il versante interno di questo fenomeno più ampio, la cui compatibilità con il diritto dell'Unione è oggi oggetto di scrutinio pregiudiziale nella rimessione alla Corte di Giustizia disposta dall'ordinanza n. 10151/2025, destinata a verificare i limiti eurounitari della compressione pubblica delle grandezze economiche dell'impresa regolata.

La Plenaria dedica una parte significativa alla definizione dell'intensità del sindacato giurisdizionale sugli atti di regolazione economica delle autorità indipendenti (par. 6), affermando che il controllo non è «di tipo sussuntivo, bensì funzionale, in quanto incentrato sui principi della ragionevolezza (anche tecnica) e della proporzionalità», e che «se, all'esito dell'istruttoria, si fronteggiano opinioni divergenti parimenti plausibili, il giudice deve dare prevalenza alla posizione espressa dall'organo istituzionalmente investito dalla competenza ad adottare la decisione». È, questa, un'impostazione condivisibile come principio generale, che si iscrive nella traiettoria evolutiva del sindacato sulla discrezionalità tecnica che ha caratterizzato la giurisprudenza del Consiglio di Stato in materia di autorità

indipendenti⁸: piena conoscibilità dei fatti attraverso strumenti istruttori adeguati, accompagnata dalla prevalenza finale della scelta pubblica in caso di opinioni tecniche divergenti ma entrambe plausibili. Tuttavia, l'applicazione di questo schema al caso concreto rivela un aspetto problematico che merita di essere esplicitato con precisione, perché attiene alla logica stessa del meccanismo di deferenza e alla sua corretta perimetrazione. La CTU collegiale nominata dalla Plenaria ha accertato in modo non ambiguo che gli oneri finanziari da conguaglio differito non sono coperti dal metodo tariffario: né dal parametro beta/WACC (funzionale alle sole immobilizzazioni), né dalla voce CCN (che non include i costi opportunità sui conguagli). La CTU, dunque, non si è trovata di fronte a opinioni tecniche divergenti ma entrambe plausibili, come vorrebbe lo schema della deferenza: ha accertato un dato tecnico preciso e univoco - il costo non è coperto - che la sentenza poi giudica compatibile con la scelta regolatoria per ragioni di sistema. In altri termini, la deferenza non opera qui sulla questione tecnica, dove il dato è certo e non controverso, ma sulla questione di politica regolatoria, cioè se non coprire quel costo sia ragionevole rispetto agli obiettivi del sistema tariffario. Si tratta di due piani distinti, che la sentenza tende a considerare come un elemento unico, ma che invece paiono richiedere trattamenti argomentativi separati. Sul primo piano - quello tecnico - la CTU ha fornito una risposta univoca e la deferenza non si applica: il costo esiste e non è coperto. Sul secondo piano - quello della valutazione funzionale della scelta regolatoria - la deferenza verso ARERA è giustificabile, ma richiede una motivazione autonoma e specifica che spieghi perché, nonostante l'accertamento tecnico della mancata copertura, la scelta regolatoria sia ragionevole rispetto agli obiettivi del sistema. La sentenza compie questo passaggio, ma senza distinguere esplicitamente i due piani, creando il rischio di un precedente che estenda la deferenza anche alla dimensione tecnica dell'accertamento, vanificando la funzione stessa della CTU come strumento di conoscenza piena e diretta dei fatti rilevanti. La deferenza, in altri termini, opera legittimamente sulla valutazione funzionale ma non può operare sull'accertamento tecnico: confondere i due piani rischia di svuotare di contenuto il modello del sindacato intrinseco che la stessa Plenaria dichiara di seguire.

Su un piano diverso ma strettamente connesso si colloca la scelta di escludere il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione europea, operata mediante la dottrina dell'*acte clair* (par. 8 della motivazione). La Plenaria afferma che «*non può sussistere alcun ragionevole dubbio sul fatto che il diritto dell'Unione non imponga di riconoscere, in materia tariffaria, oneri finanziari sui conguagli ulteriori rispetto al tasso di inflazione, qualora sia comunque garantito l'equilibrio economico-finanziario della gestione*», fondando questa conclusione sull'ampia discrezionalità riconosciuta agli Stati dalla direttiva 2000/60/CE nella determinazione delle modalità di recupero dei costi. Questa scelta entra in una discrasia metodologicamente significativa con la successiva ordinanza della Sezione Seconda n. 10151 del 22 dicembre 2025, che in materia contigua - la compatibilità con il diritto UE del meccanismo di compensazione "a due vie" sui ricavi da energia rinnovabile, anch'esso attuato mediante delibera ARERA - dispone il rinvio pregiudiziale, escludendo tanto l'*acte éclairé* quanto l'*acte clair*.

La discrasia non è frontale - le disposizioni di diritto UE rilevanti sono diverse nelle due fattispecie - ma è metodologicamente significativa per ragioni che trascendono il dato formale. In primo luogo, essa rivela che la valutazione sull'*acte clair* è intrinsecamente discrezionale e dipende dalla sensibilità del collegio verso il dialogo con la Corte di Giustizia. L'Adunanza Plenaria chiude quel dialogo, mentre

⁸ Si v. S. LUCATTINI, *Regolazione tariffaria ed eterointegrazione dei contratti*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2/2025, pp. 314-330; D. PONTE, *Si al sistema di calcolo dei conguagli che riconosce solamente l'inflazione*, in *Guida al Diritto*, n. 45/2025, pp. 89 ss.

la Sezione Seconda - pronunciandosi su un atto del medesimo regolatore, in un settore limitrofo, con le medesime fonti primarie di riferimento in materia di servizi di interesse economico generale - lo apre. In secondo luogo, le due pronunce si collocano su posizioni opposte rispetto alla questione di fondo che le accomuna: quella del margine di manovra degli Stati nella regolazione economica dei servizi di interesse generale, e dei limiti che il diritto UE pone - anche implicitamente - a tale margine. La Plenaria tratta questo profilo come risolvibile mediante applicazione autonoma del diritto nazionale; la Sezione Seconda, invece, come una questione aperta che richiede l'intervento chiarificatore della CGUE. La divergenza interna al Consiglio di Stato, maturata in uno spazio temporale assai breve (quarantacinque giorni), non è necessariamente patologica, poiché le fattispecie sono oggettivamente diverse, ma segnala che il "banco di prova europeo" dei principi elaborati dalla Plenaria in chiave interna è ancora aperto.

La questione europea è degna, del resto, di un approfondimento autonomo che vada oltre la semplice registrazione della conclusione della sentenza. Il testo dell'art. 9 della direttiva 2000/60/CE include espressamente i «*costi finanziari*» tra quelli che la politica tariffaria deve contribuire a recuperare. Se si adotta - come impone la corretta applicazione dei principi della finanza aziendale⁹ - una nozione economica di costo finanziario comprensiva del *time value of money*, risulta difficile escludere che il costo del differimento temporale rientri in tale categoria. La scelta della Plenaria di limitare il riconoscimento alla sola componente inflattiva rappresenta dunque un'interpretazione restrittiva del principio europeo: compatibile con la discrezionalità degli Stati, ma non necessitata, e come tale esposta a possibili future rimediazioni da parte della CGUE. È significativo che la Corte di Giustizia abbia affermato in altri contesti che i regimi tariffari non possono compromettere l'equilibrio economico degli operatori¹⁰, valorizzando una nozione ampia e sostanziale di costo funzionale a garantire la sostenibilità economica del servizio. Pur non esistendo precedenti specifici sugli oneri finanziari da conguaglio nel settore idrico, questi arresti delineano un quadro nel quale il principio del recupero dei costi assume una valenza sostanziale non riducibile a una dimensione meramente formale. La "compatibilità debole" con il diritto UE che caratterizza la soluzione della Plenaria lascia dunque lo spazio a future contestazioni in sede europea, soprattutto per le ipotesi - non considerate specificamente dalla sentenza - in cui il differimento riguarda costi integralmente esogeni e la mancata copertura degli oneri finanziari incida in modo significativo sulla sostenibilità della gestione.

6. I principi di diritto enunciati: analisi della portata nomofilattica

La sentenza enuncia, al par. 9 della motivazione, due principi di diritto destinati ad avere efficacia conformativa nel sistema della giustizia amministrativa. Il loro esame rivela, tuttavia, elementi di ambiguità che rischiano di produrre effetti opposti a quelli conformativi.

Afferma, *in primis*, che «*il principio normativo del recupero integrale dei costi impone che il metodo tariffario: a) garantisca la correlazione tra costi efficienti e ricavi finalizzata al raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario della gestione; b) escluda, tendenzialmente, il recupero dei costi derivanti da scelte non efficienti, in particolare quelli finanziari; c) tenga conto dei costi ambientali e della risorsa, nonché delle ripercussioni sociali derivanti dal recupero*».

Questo principio è condivisibile nella sua impostazione generale, ma contiene un elemento di ambiguità sistematica che ne riduce la portata prescrittiva. L'avverbio «*tendenzialmente*» nella lett. b) è un segnale di apertura verso eccezioni - il recupero dei costi finanziari derivanti da scelte non efficienti

⁹ BREALEY, MYERS, ALLEN, *op. cit.*

¹⁰ CGUE, 20 aprile 2010, C-265/08, *Federutility*; CGUE, 21 dicembre 2011, C-242/10.

è escluso solo *tendenzialmente*, non in assoluto - ma il principio non indica a quali condizioni tali eccezioni si configurino. In mancanza di criteri espliciti, il termine rischia di essere interpretato in modo uniforme anche a situazioni che richiederebbero trattamenti differenziati: le ipotesi di conguagli esogeni puri, nelle quali la finalità incentivante non è pertinente, restano prive di una regola certa. Un principio di diritto che ammette eccezioni senza definirne i presupposti rischia però di non risolvere il contrasto giurisprudenziale che era chiamato a comporre: sposta semplicemente il terreno del contenzioso futuro, dal piano della legittimità della scelta regolatoria generale a quello della legittimità della sua applicazione ai casi di specie caratterizzati da conguagli genuinamente esogeni. La «*tendenzialità*» del principio enunciato comporta che l'esclusione del recupero dei costi finanziari non è assoluta, ma ammette eccezioni, senza che la Plenaria chiarisca se le eccezioni operino per i conguagli esogeni, né quale soglia di pregiudizio all'equilibrio gestionale le attivi, né quali condizioni il gestore debba dimostrare per invocarle. Il principio, dunque, apre uno spazio di eccezione senza definirne il contenuto, con il risultato che il suo valore nomofilattico risulta depotenziato rispetto ai casi concreti che la sentenza avrebbe dovuto risolvere in via di principio. Anziché ridurre il contenzioso, questa formulazione rischia di spostarlo su un terreno ancora più incerto, nel quale ogni gestore che invochi l'eccezione dovrà affrontare un nuovo accertamento tecnico individuale privo di parametri certi.

In secondo luogo, la Plenaria afferma che *«l'equilibrio economico e finanziario della gestione implica una valutazione ampia e sostenibile della remunerazione garantita all'operatore e non il riconoscimento tariffario di ogni singolo costo sostenuto. Una volta assicurato il suddetto equilibrio, la regolazione tariffaria non comporta la sterilizzazione di qualsivoglia rischio in capo al gestore»*.

Anche questo principio è condivisibile ma presenta un elemento di potenziale ambiguità che attiene alla struttura dell'onere della prova. L'affermazione che *«una volta assicurato l'equilibrio»* non è dovuta la sterilizzazione di ogni rischio presuppone che l'equilibrio sia effettivamente assicurato. Eppure, la sentenza, nel valutare il caso concreto, non sembra propriamente verificare in positivo che l'equilibrio complessivo delle gestioni sia garantito, quanto piuttosto limitarsi a rilevare che i gestori non hanno dimostrato il contrario (anzi, nel caso concreto, che i bilanci del gestore presentavano utili). Detta allocazione dell'onere della prova - spetta al gestore dimostrare che l'equilibrio è compromesso, non al regolatore dimostrare che è garantito - è una scelta processualmente legittima, ma avrebbe richiesto una motivazione più esplicita sul suo fondamento, tanto più che la CTU aveva accertato che il costo esiste e non è coperto. La struttura del principio rischia così di diventare una clausola di stile: fin quando il gestore non dimostra l'effettivo pregiudizio dell'equilibrio - prova che è per sua natura difficile da fornire in astratto, senza la specifica conoscenza dei dati economici di ciascuna gestione - la scelta regolatoria è al riparo da ogni censura. Il secondo principio, in questa lettura, non tanto bilancia gli interessi quanto li gerarchizza definitivamente a favore del regolatore.

Questa combinazione - apertura verso eccezioni non definite nel primo principio, e onere probatorio a carico del gestore nel secondo - delinea un sistema nel quale la tutela del gestore dipende interamente dalla sua capacità di dimostrare caso per caso il pregiudizio all'equilibrio complessivo, senza che la sentenza fornisca parametri certi per valutare quando tale pregiudizio sussiste. Il risultato, allora, non pare proprio dell'obiettivo nomofilattico: i principi enunciati rischiano di spostare il contenzioso su un piano di accertamento tecnico individuale.

La nomofilachia, in altri termini, si rivela parziale: risolve la questione di principio, ma non fornisce strumenti sufficienti per la sua applicazione ai casi concreti eterogenei.

7. La dimensione sistemica: neutralità finanziaria, sostenibilità degli investimenti, eterointegrazione, poteri impliciti e affidamento.

La lettura della sentenza non può prescindere da una prospettiva che ne colga le implicazioni sul piano macro-economico e sistemico, tanto più in una fase storica caratterizzata da ingenti fabbisogni di investimento nel settore idrico e dalla centralità della “bancabilità” delle gestioni come condizione per il successo delle politiche pubbliche di modernizzazione infrastrutturale.

Il mancato riconoscimento degli oneri finanziari sui conguagli incide sul costo medio del capitale effettivamente sopportato dai gestori, nella componente del capitale circolante. Il differimento dei ricavi rispetto ai costi genera un fabbisogno finanziario che, sul piano economico, costituisce un costo a tutti gli effetti, la cui esclusione dalla tariffa determina una compressione implicita della remunerazione del capitale. Sul piano macro, ciò si traduce in uno spostamento del sistema tariffario lungo il trade-off tra efficienza allocativa di breve periodo, il contenimento delle tariffe per l’utenza, valorizzato dalla decisione della Plenaria, ed efficienza dinamica di lungo periodo, gli incentivi all’investimento infrastrutturale e alla manutenzione delle reti. Com’è stato sottolineato in dottrina¹¹ e come la letteratura economica sulla regolazione dei servizi a rete ha ampiamente documentato¹², la sottostima del costo del capitale, anche nella componente circolante, può tradursi nel medio periodo in una riduzione degli investimenti infrastrutturali, soprattutto nei settori caratterizzati da elevata intensità di capitale e da lunghi orizzonti di recupero.

Questa tensione assume una valenza specifica nel contesto del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, che destina risorse significative al settore idrico (Missione 2, Componente C4) per la riduzione delle perdite, la digitalizzazione delle reti e il miglioramento della qualità del servizio.

Il punto merita di essere spiegato.

Come si è osservato¹³, in tale contesto la regolazione tariffaria assume una funzione che trascende la mera determinazione del corrispettivo, configurandosi come leva essenziale per la sostenibilità finanziaria degli investimenti e per la “bancabilità” del settore. Il tema dei poteri impliciti di ARERA opera come un vincolo bidirezionale nel sistema della regolazione idrica: esso non soltanto limita l’eterointegrazione peggiorativa dei contratti di servizio in assenza di una puntuale base normativa - come ha chiarito il Consiglio di Stato, Sez. II, n. 2255/2024, affermando che «*il deficit di legalità sostanziale non può essere compensato da una declinazione procedurale del principio di legalità*» - ma limita anche l’intervento innovativo del regolatore nelle materie nelle quali una base normativa attributiva di poteri specifici non esiste o è controversa, come la digitalizzazione delle reti idriche. La funzione, che nella politica regolatoria di ARERA sulla digitalizzazione è stata definita di *moral suasion*¹⁴, è espressione dello stesso principio che, dal lato opposto, la Plenaria sembra valorizzare per giustificare la scelta di non riconoscere gli oneri finanziari: il regolatore indipendente opera entro i confini del suo mandato, non oltre. Questa coerenza formale tra le due posizioni non toglie, tuttavia, che il costo sistemico sia asimmetrico, finendo col deprimere sia la tutela del gestore sul versante dei costi sia la capacità di innovazione della regolazione sul versante degli investimenti. La sentenza contribuisce a consolidare una concezione del mandato regolatorio che privilegia la sua dimensione difensiva - non

¹¹ Si v. D. HELM, *Whither Water Regulation*, in ID., *Sustainability and Regulation*, Oxera, 2003.

¹² Si v. P.L. JOSKOW, *Economic Regulation and Its Reform: What Have We Learned?*, University of Chicago Press, 2014.

¹³ Si v. A. GIOCONDI *Il (non) intervento dell’ARERA nella digitalizzazione del Servizio Idrico Integrato*, federalismi.it, n. 20/2025, pp. 31 ss.

¹⁴ ID., *ibidem*.

fare di più di quanto previsto - rispetto a quella costruttiva. In questo quadro, la pronuncia della Plenaria non costituisce soltanto una decisione sulla tariffa, ma un contributo alla definizione dei confini istituzionali del ruolo di ARERA: confini che la sentenza traccia in modo conservativo, con implicazioni che si estendono ben al di là del caso dei conguagli.

Una regolazione percepita come eccessivamente restrittiva nella copertura dei costi finanziari, anche di quelli “ordinari” connessi al *regulatory lag*, può tradursi in un aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, con effetti indiretti sul costo del finanziamento e sulla sostenibilità del sistema nel lungo periodo¹⁵. La scelta della Plenaria appare dunque coerente con una logica di breve periodo, ma potenzialmente problematica se valutata alla luce degli obiettivi di lungo periodo sottesi al PNRR e alla transizione ecologica. Essa esprime una precisa opzione di politica regolatoria la cui non-neutralità rispetto alla dinamica degli investimenti avrebbe meritato una considerazione esplicita nella motivazione.

Un ulteriore profilo di rilievo sistematico, che la sentenza lascia sostanzialmente in ombra, riguarda l’impatto della determinazione tariffaria sulle aspettative legittime dei gestori che avevano strutturato i propri piani economico-finanziari sulla base del metodo tariffario vigente. Inquadrandolo il fenomeno nella più ampia categoria dell’eterointegrazione dei contratti di servizio nei settori regolati, le fonti regolative nei settori dei servizi di pubblica utilità «*non trovano il contratto, ma fanno il contratto*»¹⁶: il contratto di concessione è un regolamento contrattuale a formazione progressiva, nel quale la sopravvenuta disciplina tariffaria eterointegra - con effetto sostitutivo ex art. 1339 c.c. - i contenuti del rapporto sinallagmatico. In questa prospettiva, la determinazione di ARERA di non riconoscere gli oneri finanziari sui conguagli costituisce una scelta che modifica, in senso deteriore per il gestore, le condizioni economiche della concessione. La sua legittimità dovrebbe essere verificata anche dal punto di vista della tutela dell’affidamento, nel senso che la fiducia degli operatori nelle condizioni pattuite può essere legittimamente delusa solo ove la sopravvenienza sia fondata su una base normativa puntuale, concretamente prevedibile e proporzionata¹⁷.

La sentenza non affronta esplicitamente la questione della prevedibilità della scelta rispetto alle aspettative dei gestori che avevano pianificato i propri equilibri finanziari sull’assunto di un determinato metodo tariffario. Si tratta di un aspetto che contribuisce a mostrare le “zone grigie” della Plenaria nel suo respiro sistematico, soprattutto se si considera che i gestori pubblici del servizio idrico, strutturalmente meno capaci di accedere al mercato del credito rispetto ai gestori privati, sono quelli maggiormente esposti al rischio di compressione dell’equilibrio finanziario derivante dal mancato riconoscimento del costo del *regulatory lag*¹⁸.

Vi è, in questo, un paradosso implicito che la sentenza non affronta. Considerata la legittimità della gestione pubblica del servizio idrico, la scelta regolatoria che la Plenaria legittima finisce per penalizzare proprio quei gestori pubblici che quella legittimità esprimono nella forma più diretta: l’asimmetria nell’accesso al credito trasforma una scelta formalmente neutrale (dalla neutralità del diritto europeo e dall’assenza di un obbligo di privatizzazione) in una scelta sostanzialmente discriminatoria tra modelli di gestione.

¹⁵ OECD, *Infrastructure Financing Instruments*, Paris, 2015.

¹⁶ Si v. S. LUCATTINI, *op. cit.*, p. 316, riprendendo la formula di N. IRTI, *Contratto e fonti regolative*, in M. DE FOCATIIS E A. MAESTRONI (a cura di), *Contratti dell’energia e regolazione*, Giappichelli, Torino, 2015, p. 1.

¹⁷ Cfr. ID, *ivi*, p. 319.

¹⁸ Sul punto si v. F. MEOLA, *Sul fondamento di legittimità della gestione pubblica del servizio idrico*, in *Diritto Pubblico Europeo Rassegna online*, 1/2024, pp. 378-396.

Pare pertanto di potersi evidenziare che la Plenaria compie un'operazione teoricamente importante e per certi versi necessaria: porta a compimento il superamento di una concezione meramente contabile del *full cost recovery* che non avrebbe potuto reggere alla prova del confronto con la teoria economica della regolazione, e afferma principi di diritto almeno astrattamente vincolanti che orientano il comportamento futuro del regolatore, dei gestori e del giudice. Il suo pregio principale è di aver affrontato apertamente la posta in gioco teorica, senza limitarsi alla soluzione del caso concreto.

Tuttavia, la chiarezza del paradigma adottato ne rivela anche le tensioni irrisolte. Sei, in particolare, emergono come sistematicamente rilevanti e destinate ad alimentare il futuro dibattito. La prima è la mancata risposta all'argomento normativo sul d.P.C.M. 2012, che lascia aperta la questione del fondamento positivo dell'obbligo di copertura analitica e della sua compatibilità con la lettura sistemica accolta dalla Plenaria. La seconda è il difetto di differenziazione tra conguagli endogeni ed esogeni, che costituisce la principale zona d'ombra della ragionevolezza della sentenza e che potrebbe assurgere a terreno di future contestazioni giurisdizionali. La terza è la qualificazione del rischio da *regulatory lag* come rischio operativo concessorio, che rompe la simmetria del modello di allocazione dei rischi e genera la quantomeno apparente contraddizione interna rilevata nel meccanismo delle anticipazioni CSEA. La quarta è il ricorso all'argomento civilistico dell'art. 1282 c.c. in modo inconferente rispetto alla questione effettivamente controversa, che attiene alla struttura dei costi tariffari e non alla disciplina degli interessi su obbligazioni liquide ed esigibili. La quinta è la "compatibilità debole" con il diritto dell'Unione europea, resa evidente dalla discrasia metodologica con l'ordinanza n. 10151/2025, che segnala come il banco di prova europeo dei principi elaborati in chiave interna sia ancora aperto. La sesta è l'ambiguità dei principi di diritto enunciati (nell'avverbio «*tendenzialmente*» del primo e nell'allocazione dell'onere della prova del secondo) che rischia di spostare il contenzioso dal piano della questione di principio a quello dell'accertamento tecnico individuale, vanificando in parte la funzione nomofilattica della pronuncia.

In definitiva, la sentenza n. 16/2025 segna il punto di equilibrio raggiunto dal sistema in questa fase della sua evoluzione, ma non chiude il problema che ha affrontato, ne ridefinisce i termini per le stagioni regolatorie che verranno. Il dialogo tra regolazione interna, diritto europeo e finanza degli investimenti infrastrutturali è destinato a scosse di assestamento che questa pronuncia non ha anticipato.

La consapevolezza di questo carattere transitorio è, forse, la chiave di lettura più onesta di una decisione che, nella sua ambizione sistematica, contiene in sé le premesse del proprio superamento.

La direzione verso cui il sistema dovrebbe evolvere è, in questa prospettiva, già tracciata nelle premesse della stessa sentenza, anche se non portata a compimento. Il riconoscimento della distinzione tra componenti endogene ed esogene dei conguagli, operato dalla Plenaria nella fase di analisi ma abbandonato in quella di sintesi, indica il percorso: un metodo tariffario maturo dovrebbe prevedere un trattamento differenziato degli oneri finanziari da differimento, fondato sulla natura del rischio che li genera. Per le componenti efficientabili - quelle sulle quali il gestore può incidere attraverso scelte organizzative e gestionali virtuose - il mancato riconoscimento degli oneri finanziari è coerente con la logica del *price cap* e non contrasta con il principio del recupero integrale dei costi correttamente inteso. Per le componenti genuinamente esogene, quelle che derivano da variabili sottratte al controllo del gestore e riconducibili a fattori di mercato, climatici, demografici o di emergenza, il medesimo mancato riconoscimento non trova giustificazione nella logica incentivante e si traduce in un'allocazione irragionevole del rischio istituzionale. Questa distinzione, che potrebbe definirsi di *full cost recovery* differenziato, non è estranea all'ordinamento. Il diritto dell'Unione europea, nell'imporre il recupero dei «*costi finanziari*» ai sensi dell'art. 9 della direttiva 2000/60/CE, non distingue tra tipologie di costo,

ma impone che la valutazione sia sostanziale e non meramente formale. Inoltre, la giurisprudenza della Corte di Giustizia¹⁹, nel valorizzare la sostenibilità economica degli operatori come limite alla discrezionalità degli Stati nella tariffazione dei servizi regolati, offre un ancoraggio normativo a una lettura differenziata del principio. Spetterà alla futura elaborazione giurisprudenziale, eventualmente sollecitata dal percorso pregiudiziale aperto dall'ordinanza n. 10151/2025, e alla dottrina sviluppare i criteri operativi di questa distinzione, che la sentenza n. 16/2025 ha reso necessaria senza averla ancora compiutamente delineata.

¹⁹ Si rinvia, a titolo esemplificativo, alle sentenze già richiamate *supra*: CGUE, 20 aprile 2010, C-265/08, *Federutility*, e CGUE, 21 dicembre 2011, C-242/10, nelle quali la Corte ha affermato che i regimi tariffari nazionali non possono compromettere l'equilibrio economico degli operatori, valorizzando una nozione sostanziale di costo funzionale a garantire la sostenibilità economica del servizio. In senso analogo, sulla necessità che il principio del recupero dei costi sia interpretato in modo da garantire l'effettività degli obiettivi della direttiva quadro sulle acque, si v. CGUE, 7 dicembre 2016, C-686/15, e CGUE, 11 settembre 2014, C-525/12.