

La determinazione del valore economico di un terminal

L'articolo fornisce alcuni spunti e mette in risalto differenti problemi nella valutazione economica di aziende in regime di concessione governativa, di cui il terminal rappresenta un esempio caratteristico.

di Stefano Ricci
dottore commercialista
in Milano

I - Nozioni introduttive

Con la decisione, avvenuta agli inizi del decennio, di attuare una graduale dismissione della gestione diretta di buona parte delle attività economiche pubbliche, ci si è trovati ad affrontare il problema della privatizzazione di una azienda così particolare ed atipica, quale è un terminal appunto.

Per attuare queste privatizzazioni, attraverso la legge n. 84/1994, si è preferito ricorrere allo strumento giuridico della concessione governativa per l'utilizzo di strutture logistiche già esistenti, concessa o dal Ministero dei trasporti o, in particolari casi, dall'autorità portuale competente (1).

Ci si vuole in questo modo uniformare ai principi comunitari di libero mercato anche in questo settore economico, non rinunciando però ad una attività di controllo e direzione unitaria e coordinata, pervasa in molti casi anche da fini pubblicistici.

In questo contesto economico ed istituzionale la valutazione, e più propriamente l'analisi del valore economico del terminal, risulta quindi essere di fondamentale rilevanza e centralità, soprattutto per quello che riguarda il concessionario, almeno sotto tre aspetti principali, così sintetizzabili:

a) Nel giudizio sulla congruità iniziale dei canoni richiesti, destinati ad influenzare pesantemente *in primis* la fattibilità economica e finanziaria dell'operazione oltre che, inevitabilmente, tutta la gestione corrente futura.

b) Come strumento di pianificazione e control-

lo, opportuno in contesti gestionali ispirati ai principi del "value based management", particolarmente sfruttati in questo genere di aziende.

c) Come strumento necessario per analisi di diffusione del valore, principalmente nel caso in cui esistano precise volontà o progetti di quotazione in borsa.

La valutazione di un terminal presenta quindi una serie di aspetti tipologici caratteristici non rinvenibili contemporaneamente in alcuna altra azienda od, in senso lato, attività produttiva. Questa peculiare tipizzazione pare essere riferibile, in via di estrema sintesi, ad alcune cause, tanto di natura squisitamente operativa e finanziaria, quanto più propriamente dovute a decisioni ed indirizzi di politica economica ed industriale, e quindi non afferenti direttamente la realtà economica oggetto di analisi.

In particolare si possono individuare:

a) Problemi inerenti il regime di concessione governativa in cui un molo od un terminal si vede costretto ad operare, e cioè:

1) La durata che potremmo definire "breve" delle concessioni rispetto al valore e alla durata economica degli investimenti di norma richiesti per il suo ripristino, funzionamento e conservazione.

2) Il problema della determinazione attuale e previsione prospettica dei canoni di concessione.

3) Valutazione di peculiari clausole della concessione (2) (vedi responsabilità contrattuali) e delle possibilità e modalità del suo rinnovo (3).

(1) Si è parlato in questi casi di privatizzazione funzionale, per differenziare la fattispecie in esame dalle privatizzazioni formali, legate esclusivamente alla trasformazione della forma giuridica, e sostanziali, che invece prevedono la cessione totale o parziale ai privati delle aziende.

(2) Clausole tutte scaturenti dallo studio e dall'interpretazione del protocollo o capitolato di concessione, documento formale alla base di ogni trattativa di questo genere.

(3) Per esempio, per quello che riguarda il porto di Mestre, si sono dovuti affrontare annosissimi problemi

b) Problemi inerenti aspetti operativi e finanziari:

1) Difficoltà di valutazione con metodo patrimoniale di una entità costituita in parte rilevante da beni non in proprietà.

2) Difficoltà di analisi finanziaria e reddituale tradizionale per quello che riguarda investimenti (ed in questo caso il *core business* stesso dell'azienda) con tempistiche di rientro estremamente diluite.

3) Valutazione del rischio specifico e generale, e opportuna valorizzazione con il criterio prescelto.

4) Valutazione dei beni "in proprietà di concessione".

2 - I diversi approcci valutativi: i metodi patrimoniali

Uno dei primi approcci valutativi utilizzabili in questi casi riguarda il metodo patrimoniale complesso (4), in cui il patrimonio netto risulta rettificato, oltre che dalle poste ordinarie, da un valore "normale" da attribuire alla concessione.

Secondo la formulazione più classica si può definire come:

$$K = PN + Plus$$

dove K = valore dell'azienda in base al patrimonio netto rettificato

PN = patrimonio netto

Plus = eccedenza di valore dei singoli beni rispetto al valore di libro

Evidentemente nel nostro caso il valore della concessione dovrà essere compreso in Plus, come valorizzazione di un bene immateriale.

Secondo numerosi autori sarebbe opportuno attribuire anche un premio alla quota di mercato detenuta stabilmente dal terminal, vista l'estrema importanza dello sfruttamento delle econo-

mie di scala in queste imprese logistiche. Si deve però a questo riguardo stare bene attenti sull'analisi dell'acquisitore; infatti è evidente che un terminal moderno ed efficiente ma privo di un mercato consolidato varrà ben poco per un soggetto imprenditore interessato esclusivamente alla sua gestione, mentre, nelle mani di un utilizzatore diretto, che ha scelto la via dell'integrazione (5), la situazione risulterebbe sostanzialmente invertita.

Sembrerebbe allora più congrua l'attribuzione di un premio alla presenza di servizi ed infrastrutture logistiche già esistenti sul territorio ed integrate, od integrabili facilmente (6), con il terminal, anche se, in questo caso, risulterebbe estremamente difficoltosa ed incerta la determinazione di questo plusvalore se non per via esclusivamente empirica (7) o comparativa (8).

Una ulteriore valorizzazione, tanto positiva quanto negativa, può riguardare alcune caratteristiche distintive del terminal che potremmo definire "fisiche", come ad esempio la possibilità di servire navi con un pescaggio particolarmente elevato (9). È evidente che bassi fondali significhino imbarcazioni di minor tonnellaggio e noli proporzionalmente maggiori (10) per gli operatori, il che pone inevitabilmente seri problemi competitivi, vista la rigidità dei prezzi di mercato.

Sono al contrario da premiare, per esempio, terminal locati in prossimità di estuari di fiumi navigabili, soprattutto se in grado di procedere autonomamente al trasbordo del materiale su chiatta, senza ricorrere a stoccaggi (11) intermedi.

Ritornando alla valorizzazione del patrimonio netto, appare evidente come ci si trovi dinanzi ad una corposa serie di quesiti di non facile soluzione a cui dare risposta, in quanto:

1) Si generano ulteriori problemi per quello che riguarda la quantificazione del valore economico della concessione, non necessariamente uguale al

riguardo la possibilità del cedimento e di un conseguente sprofondamento del suolo, che potrebbe causare l'impossibilità di utilizzo parziale od addirittura totale del Terminal.

(4) La differenza tra metodo patrimoniale semplice e complesso, come è noto riguarda la possibilità o meglio l'opportunità di valutare anche poste immateriali; evidentemente, in valutazioni di questo genere il sistema patrimoniale semplice risulterebbe del tutto inadeguato, visto il carattere "a termine" dell'attività imprenditoriale.

(5) In effetti il caso italiano vede la presenza costante, nei pool interessati alla gestione di terminal, di utilizzatori finali del servizio (particolarmente nel settore carbone, acciaio, rinfuse chimiche, metalliche ed alimentari).

(6) Per la presenza di rotaie a scartamento standard integrate con la rete pubblica si è per esempio sempre pagato un premio notevole.

(7) Per esempio come capitalizzazione del risparmio ottenibile come differenza tra le due, o più, configurazioni di costo.

(8) Si potrebbe individuare come valore di Break Up, dato dalla differenza di valore di due terminal analoghi per tutto tranne che per le infrastrutture logistiche a monte. Evidentemente, data l'esiguità delle cessioni effettuate nel "mercato dei terminal", un'analisi di questo tipo risulta essere sostanzialmente impossibile.

(9) Proposto per esempio nel caso di Gioia Tauro.

(10) Si suole infatti parlare di un premio sul nolo navi di minori dimensioni in grado di raggiungere porti particolari, come nel caso dell'alto Adriatico.

(11) È il caso di piccole realtà a Chioggia, Venezia e Ravenna, che sono riuscite a rimanere competitive, se pur in presenza di fortissima concorrenza, grazie all'annullamento delle spese di deposito.

canone pagato, di norma influenzato da numerosi fattori non direttamente operativi.

2) Non è completamente coerente con i presupposti sottostanti il criterio valutativo utilizzato, in quanto le immobilizzazioni non si possono considerare tutte di proprietà, dato che una parte rilevante di esse, se pur regolarmente iscritte nell'attivo, è destinata ad essere gratuitamente devolvibile al termine della concessione.

3) L'attribuzione di un valore alla concessione non risulta del tutto corretto e giustificabile non essendo questa cedibile.

4) Questo sistema non risulta inoltre efficiente in caso di valutazione della congruità del canone, in quanto verrebbe espresso anche come funzione di se stesso.

Per i suddetti motivi sembra poco indicato un criterio patrimoniale in valutazioni, in generale, di aziende in regime di concessione con clausole di devoluzione gratuita di beni a scadenza.

3 - Il metodo U.E.C.

Il valore dell'azienda calcolato con il metodo U.E.C. (12) risulta dall'applicazione della seguente formula:

$$V = K + (R - k^*i) * (1 - (1 + i)^{-n})/i$$

dove K = patrimonio netto rettificato
 R = reddito medio normale atteso
 n = periodo di riferimento
 i = tasso di rendimento normale
 i = tasso di attualizzazione

Sostanzialmente, al valore calcolato secondo il metodo patrimoniale semplice, si aggiunge un avviamento, o *goodwill* (13), commisurato al reddito prodotto dall'azienda in eccedenza ad un valore ritenuto "normale" in base ad una serie di indicatori macroeconomici o di settore. Evidentemente anche questa eccedenza dovrà essere "normalizzata" (14), al fine di garantire la riproducibilità del fenomeno.

Questo metodo di valorizzazione, se pur ha dimostrato e dimostri tuttora innegabili qualità, applicato al caso del terminal, pare però sommare non tanto i vantaggi, quanto più le incongruenze dei due metodi, come sopra si è già avuto modo di individuare chiaramente.

Inoltre, nel caso di un terminal, si rischia di incorrere nel problema della duplicazione di valori: infatti se da un lato si valorizza la sua capacità competitiva (15) con la determinazione di un sovrareddito, non si dovrà tenere conto nella determinazione di K di quelle competenze distintive da cui nascono i vantaggi competitivi di cui sopra.

Da notare che nell'ambito di questo criterio valutativo *i* rappresenta sì un tasso di rendimento normale, ma correlato con il tipo di investimento effettuato, e quindi direttamente influenzato dal suo profilo di rischio generale e specifico.

Per quello che riguarda *i*, ovvero il tasso di attualizzazione del sovrareddito, la pratica europea è estremamente incerta, in quanto mentre alcuni studiosi hanno ritenuti idonei valori, se pur variamente calcolati, particolarmente elevati, adducendo la naturale aleatorietà intrinseca di un flusso di questa natura, altri hanno preferito intenderlo come "un puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo" (16), e quindi indipendente dal rischio specifico dell'azienda. Personalmente ritengo siano da considerare più adeguati i tassi del secondo tipo, in quanto altrimenti ci si troverebbe d'innanzi ad una ingiustificata duplicazione della valutazione del rischio (17).

4 - I metodi basati sui riflessi

Per la corretta determinazione del valore di un terminal, minori problemi sembrano invece profilarsi riguardo l'utilizzo di metodi di valutazione basati esclusivamente sui flussi, siano essi reddituali o finanziari.

Queste due differenti metodologie di analisi, benché spesso portino a risultati sostanzialmente differenti, si possono analizzare insieme, in quanto

(12) U.E.C. è l'acronimo di "unione europea degli esperti contabili", che è pervenuta, se pur con le critiche della scuola anglosassone, a questo metodo di valutazione misto, definito anche come capitalizzazione limitata del profitto medio.

(13) Ovviamente si dovrà sottrarre un *badwill*, ogni qualvolta la redditività attesa del terminal sarà giudicata inferiore a quella giudicata normale.

(14) Si dovranno cioè eliminare tutte quelle voci di carattere straordinario, ripartendole al limite su tutto il periodo di analisi; la stessa cosa andrà fatta per esempio per gli ammortamenti, da calcolare non in base alle tabelle ministeriali, ma in base a criteri economici.

(15) Si deve comunque notare che i vantaggi competitivi di cui sopra sono esclusivamente quelli attuali e non quelli potenziali, che però in molti casi rappresentano una delle motivazioni prime all'acquisto.

(16) Guatri, *La valutazione delle aziende*, op. cit.

(17) In effetti vi sono teorie, se pur marginali che considerano *i* come comprensivo esclusivamente del rischio specifico d'impresa, mentre *i* dovrebbe tener conto esclusivamente del rischio sistemico causato da inflazione e fluttuazione cambi.

trovano origine da un unico principio sottostante, ovvero della "rigenerazione economica del capitale attraverso l'attualizzazione della sua futura redditività" (18); in base a quello che intendiamo per misura di redditività andremo ad utilizzare l'uno o l'altro metodo.

In questo studio, per quello che riguarda la determinazione del valore economico d'impresa per mezzo del metodo reddituale puro riterremo valida la classica formula che si può chiaramente sintetizzare come:

$$W = R/i$$

dove W = valore dell'azienda calcolato come somma di redditi futuri attualizzati
 R = reddito normalizzato, ovvero ritenuto costantemente producibile
 i = tasso di attualizzazione adeguato per rischio all'entità da valutare

Alcuni dubitano del valore della formula di cui sopra, visto che la rendita non è perpetua ma bensì finita, come da durata della concessione, e preferiscono utilizzare altri modelli intermedi (19). La prassi mostra però come le differenze di valore, per periodi così lunghi, siano assai scarsamente rilevanti (20).

Sono in ogni caso individuabili problemi afferenti:

- 1) La durata della valutazione
- 2) La determinazione del reddito
- 3) Il tasso da utilizzare

Per quello che riguarda il primo punto, solo in prima battuta sembrano non esserci problemi, in quanto se è pur vero che la durata è positivamente indicata, si deve notare come di norma nella prassi, si attualizzino per prudenza solo i redditi per una decina d'anni, ed a questi si aggiunga,

opportunamente scontato, un valore ipotetico di cessione, che idealmente rappresenti tutti i rimanenti redditi futuri.

Questo evidentemente contrasta con i presupposti economici della valutazione in quanto in primo luogo vi è effettivamente una durata limitata (di norma comunque molto più lunga) ed inoltre una cessione non è in ogni caso configurabile.

Per quello che riguarda la determinazione del reddito non pare si assista a peculiari problemi, in quanto si attua l'ordinaria procedura di normalizzazione (21), con l'avvertenza di distribuire gli eventuali costi incrementativi di fine concessione contrattualmente stabiliti su tutti gli esercizi; la presenza degli ammortamenti finanziari riduce anzi i problemi, visto che, se presente, distribuisce già tutto il costo sulla vita residua del bene.

Inoltre il reddito risulta essere abbastanza ben prevedibile in quanto:

1) In primo luogo flussi in uscita sono direttamente collegati ad investimenti e canone: di norma al canone base contrattuale vengono infatti concesse detrazioni, anche in misura di 1 : 1 in base agli investimenti incrementativi e di ripristino eseguiti.

2) Inoltre i flussi fisici di beni movimentati, a causa dei contratti poliennali di servizi, come d'altro canto la situazione della concorrenza presente e potenziale, vista l'alta intensità specifica di immobilizzazioni e il requisito della concessione, sono facilmente individuabili, così da fornire una quantità minima consolidata di lavoro (sempre in termini fisici), per così dire "certa" (22). Conoscendo quindi le tariffe applicate, supponendo l'invarianza dei rapporti incrociati tra i vari costi e dal margine di profitto, dovrebbe essere agevole la determinazione dei flussi tanto reddituali quanto, evidentemente, finanziari.

Anche per quello che riguarda il tasso, ed il

(18) Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Milano, Giuffrè 1966.

(19) Per esempio $W = R \cdot \text{an} \cdot i$, in cui si presume una durata temporanea per n anni della rendita, ovvero del reddito.

(20) Guatri, Luigi *La valutazione delle aziende*, EGEA 1994, pagg. 107 ss., si mostra come, ad un tasso del 10%, gli scostamenti oltre i 20 anni sono del tutto irrilevanti.

Da notare come, comunque, al diminuire dei tassi di attualizzazione, situazione che si sta verificando ad oggi, le differenze aumenteranno inevitabilmente.

(21) Il reddito contabilmente rilevato per essere normalizzato, deve subire una serie di modifiche, miranti a determinarne la sua riproducibilità, ed in particolare: calcolo degli ammortamenti con criterio economico, eliminazione di poste esclusivamente fiscali, distribuire rischi potenziali in corso con criterio economico e non civilistico o fiscale, eliminazione poste straordinarie, etc.

(22) A maggior ragione il pool di acquirenti è almeno in parte costituito, come abbiamo visto sopra, da utilizzatori diretti del servizio.

(23) In via di estrema sintesi $i = r + s$, dove r è un tasso che remunererà il solo tempo (tasso di investimento privo di rischio), mentre s rappresenta la remunerazione per i rischi gravanti sull'azienda, calcolato come $B(rm - r)$, dove B è un coefficiente di volatilità del rendimento medio della singola azienda rispetto all'intero mercato, rm è il rendimento medio atteso del mercato in cui l'azienda opera ed r, come abbiamo già visto, è il tasso di rendimento privo di rischio.

connesso rischio generale e specifico della singola entità da valutare, non ci sono precisazioni di rilievo, utilizzando le tecniche normali di analisi, che esulano dalla nostra trattazione (23).

A mio parere estremamente indicati in valutazioni di questo tipo sarebbero studi di tipo finanziario puro (24), particolarmente diffuse nel mondo economico anglosassone, ed al contrario assai poco utilizzati in Italia.

Il metodo consiste evidentemente nello scontare al momento della valutazione tutti i flussi di cassa attesi per il periodo oggetto di valutazione, ad un tasso reputato opportuno.

Ovviamente i maggiori problemi da affrontare operando con questa peculiare metodologia sono quelli riguardanti la determinazione di un tasso di sconto congruo ed alla identificazione dei flussi di cassa attesi.

Per quello che riguarda il tasso, tipicamente si suole fare ricorso al costo medio ponderato del capitale (25), desumibile dalla formula:

$$i = iD*(D/D + C) + iC*(C/D*C)$$

dove iD = Tasso di interesse sui debiti onerosi al netto delle imposte

iC = Tasso di rendimento Medio del capitale, coerente con il rischio d'impresa a cui è soggetto (per semplicità si può prendere anche in questo caso $iC = r + B(rm - r)$) (26).

Per quello che riguarda la determinazione dei flussi, si può sostenere che, viste le peculiari caratteristiche dell'azienda "terminal", ci si trovi d'innanzi ad una serie corposa di vantaggi e semplificazioni, in quanto:

1) L'ammortamento finanziario non risulta essere un problema, poiché si può considerare null'altro che una serie precisa e prevedibile di impegni e quindi di flussi finanziari.

2) Il genere di investimenti richiesti, viste le proprie caratteristiche fisiche e il loro ammontare estremamente rilevante, richiederanno comunque una pianificazione attenta e precisa già in fase di definizione preliminare, così da for-

nirci in modo precoce, chiaro ed univoco l'ammontare delle fonti richieste per la copertura. È presente cioè un *business e financial plan* dettagliato che in molte altre realtà, anche di rilevante dimensione, non è al contrario sempre soddisfacente.

3) Vista la tipologia dell'attività per così dire "a termine" (27), pare logicamente più corretto valutare l'entità non per quanto "è", ma bensì "per quanto produrrà".

4) Vengono evidentemente ripresi *in toto* gli aspetti positivi di previsione per quello che riguarda il saldo investimenti-canone e sulla quantità minima garantita citati nel caso del metodo reddituale.

5) Un approfondito studio del S.E.C. (28), ha messo in evidenza come per la determinazione del valore di realtà economiche caratterizzate dalla presenza predominante di poste immateriali (29), solo attraverso valutazioni di tipo finanziario si perviene ad una valutazione di lungo periodo congrua.

Per quello che riguarda il tipo di flusso finanziario da attualizzare, pare in dottrina esservi ancora una decisa divergenza di opinioni; alcuni autori sostengono infatti siano da considerare ed analizzare i flussi totali prodotti dall'azienda, in quanto esclusivamente in questo modo si riesce a cogliere la complessa realtà sottostante ed a mettere in atto processi decisionali completi.

Altri preferiscono adottare analisi di flussi parziali o intermedi, quali ad esempio i flussi di cassa prodotti dalla gestione corrente, sottolineando quindi gli aspetti esclusivamente economico-operativi della gestione, oppure i flussi di cassa totali disponibili, accentuando il collegamento con un'analisi reddituale.

Infine sembra oggi essere estremamente in voga lo studio definito di *Unleveraged Cash Flows*, dove non si conteggiano i flussi di cassa dovuti ad oneri finanziari da debiti a lungo termine esistenti, sostenendo come questi, in effetti, non trovino origine in motivazioni operative o gestionali, quanto dalla struttura del capitale e dal grado

(24) Ormai anche universalmente definito con l'acronimo inglese DCF, ovvero Discounted Cash Flows.

(25) Alcuni autori preferiscono in questi casi utilizzare dei tassi finanziari puri, privi cioè di una valorizzazione del rischio specifico dell'azienda. In questo modo, però, si fornisce esclusivamente un valore potenziale o massimo dell'entità da valutare, e non un valore economico.

(26) Da notare come la composizione del capitale ed il coefficiente di rischio si riferiscano non al potenziale acquirente, come nel caso di una valutazione di "tasso opportunità", ma bensì all'entità da valutare.

(27) Evidentemente, se pur non siano da escludere clausole o comunque possibilità di rinnovo, sarà opportuno, per motivi dettati principalmente da prudenza, valutare il Business legato esclusivamente al periodo di concessione.

(28) *Securities and Exchange Commission, Institutional Ownership, Tender offers of accounting and long term Investment. Washington 1985.*

(29) In effetti lo studio del S.E.C. riguardava marcatamente la valorizzazione della ricerca e sviluppo, anche se si ritiene siano estendibili con tranquillità ad ogni altra posta immateriale.

di leva scelto (o subito) dalla precedente proprietà, e quindi modificabile.

In effetti, in questo genere di valutazioni l'analisi *unleveraged* sembra ricoprire un ruolo del tutto marginale, poiché in primo luogo non si acquisisce una realtà economica giuridicamente autonoma, ma bensì una concessione allo sfruttamento di impianti logistici esistenti, ed inoltre non si dovrebbe dare per scontata, soprattutto in casi, come quello di un terminal, ad alto tenore di immobilizzazioni tecniche, di poter modificare a piacimento il grado di indebitamento dell'azienda.

Si deve infine notare come in effetti le analogie se non le similitudini tanto nella tecnica di analisi quanto più propriamente nei risultati ottenuti con le due differenti metodologie, finanziaria e reddituale, risultino nella prassi sempre maggiormente accentuate a causa di una serie di motivi, tra cui spicca la consuetudine di utilizzare come grandezze di riferimento rispettivamente i redditi distribuiti ed i flussi di cassa disponibili, entrambe grandezze, per propria natura, ibride.

5 - Problemi comuni

A prescindere dal tipo di valutazione scelto, si devono comunque sempre tenere presenti alcune problematiche comuni destinate in ogni caso ad inficiare pesantemente il risultato dello studio.

In particolare si possono individuare le seguenti tematiche:

1) Il decreto del ministero dei trasporti n. 95 del 31 marzo 1995, che determina i requisiti oggettivi e soggettivi per ottenere la concessione governativa, attribuisce inoltre alle autorità portuali il potere di verifica ordinaria annuale di questi requisiti, la cui mancanza porta inevitabilmente alla sospensione o alla revoca della concessione. Sarà quindi compito del valutatore analizzare la presenza attuale e le possibili modificazioni future dei requisiti stessi, valorizzando, se nel caso, i rischi in essere.

2) Numerosi contratti di concessione prevedono clausole di rinnovo automatico o consensuale salvo "giusta causa". Evidentemente in questi particolari casi deve cambiare l'approccio alla valutazione delle immobilizzazioni "in proprietà di concessione", e della normalizzazione del reddito in presenza di ammortamenti finanziari, vista la potenzialità di dilazione.

3) Poiché le concessioni di durata fino a dieci anni sono di competenza dell'autorità portuale, con procedure relativamente snelle, mentre per quelle sino a trenta è competente il Ministero dei trasporti, con pratiche di durata anche superiore ai due anni, spesso si procede prima ad una concessione breve, tre-cinque anni, in pendenza delle pratiche per quella trentennale. Evidentemente il valore normale del terminal sarà da considerarsi maturato solo con l'autorizzazione ministeriale. Inoltre si dovrà valutare il rischio di effettuare investimenti, nel nostro caso estremamente rilevanti ed a ritorno molto lento, in pendenza di procedura.

4) Questo settore si trova inevitabilmente in una situazione che potremmo definire di oligopolio naturale (30), che può influenzare in modo estremamente rilevante la dinamica delle tariffe di scarico e movimentazione (31) correnti; evidentemente, soprattutto per organizzazioni relativamente giovani, è sempre presente il rischio di essere posti fuori mercato da concorrenti maturi e già affermati, che mettono in atto una guerra di prezzi, mirata al consolidamento delle proprie posizioni.

5) Si dovrebbe tenere in considerazione e valorizzare opportunamente la possibilità di finanziamenti a tassi agevolati e di emissioni di obbligazioni in deroga all'art. 2410 c.c., spesso concessi a società operanti in regime di concessione amministrativa in peculiari campi, quali per esempio i trasporti, telecomunicazioni, energia, etc.

6) Poiché la legge n. 84/1994 ha statuito esplicitamente come all'interno di ogni insediamento portuale fosse da prevedersi il maggior numero possibile di operatori, al fine di raggiungere una maggiore concorrenza, se pur garantendo un dimensionamento individuale atto a preservarne la competitività, si dovranno tenere in considerazione ed eventualmente valorizzare una serie di oneri potenzialmente maggiori che i singoli terminalisti dovranno affrontare rispetto al passato; questo sarà soprattutto dovuto alla deverticalizzazione dei servizi portuali e alla parcellizzazione degli operatori.

7) Di segno opposto sarà invece la possibile correzione da apportarsi per una inevitabile riduzione degli "oneri impropri" e l'aumento di efficienza e di produttività tipicamente associate alla gestione privata.

(30) Dovuto in particolare sia al numero ristretto dei competitori quanto alle dimensioni degli investimenti richiesti.

(31) È il caso delle tariffe per rinfuse agroalimentari nel 1996 e containers a partire dal 1997, solo per citare i casi più recenti.

6 - Bibliografia

1) Bratta Saverio – *La valutazione delle aziende: metodi finanziari a confronto* in "Amministrazione e finanza" n. 19, 1997.

2) Corbino, Maria Luisa, *Situazione e prospettive dei servizi portuali nella armonizzazione comunitaria* in "Trasporti" n. 64, 1994.

3) Grignoli Michele – *Modelli di privatizzazioni nella realtà nautica* in "Trasporti" n. 69, 70, 1996.

4) Guatri Luigi – *Le privatizzazioni, aspetti contabili e finanziari* in "Rivista Italiana di ragioneria ed economia aziendale", n. 3, 1994.

5) Guatri Luigi – *Le privatizzazioni, un tema di grande attualità in molti paesi* in "Rivista Italiana di ragioneria ed economia aziendale", n. 11, 12, 1992.

6) Guatri Luigi – *La valutazione delle aziende* – EGEA, Milano 1994.

7) Ponte, Antonella – *Come cambia l'approccio valutativo in funzione dell'azienda oggetto di valutazione* in "La tribuna dei dottori commercialisti" n. 2, 1997.

8) Zanda Gianfranco – *La valutazione di aziende che operano in regime di concessione governativa* – Giappichelli editore, Torino 1990.