



Consultazione sullo schema di atto recante “Revisione delle prime misure di regolazione in ambito portuale adottate con la delibera n. 57/2018” indetta con la delibera n. 69/2025.

Riferimento alla Misura	Citazione del testo oggetto di osservazione e/o proposta	Inserimento del testo eventualmente modificato	Breve nota illustrativa dell’osservazione/delle motivazioni sottese alla proposta di modifica o integrazione
3.6	<p>Negli atti di concessione sono espressamente indicati i mix di traffico ammissibili, con i relativi quantitativi movimentabili espressi nelle opportune unità di misura, e sono esplicitati gli eventuali gradi di sostituibilità tra una tipologia di traffico ed un’altra, dettagliando le modalità di calcolo. Le previsioni di domanda definite nell’Atto di concessione sono aggiornabili dal Concessionario ogni 5 anni, purché le nuove stime non si discostino complessivamente del $+/-15\%$ rispetto a quelle originariamente formulate. Sono altresì previste eventuali modalità di rinegoziabilità, predeterminando i criteri per verificare che le variazioni al mix di traffico ammissibile non modifichino in misura significativa l’oggetto e le attività per le quali la concessione è stata assentita e comunque siano conformi agli strumenti di pianificazione portuale vigenti.</p>	<p>Le previsioni di domanda definite nell’Atto di concessione sono aggiornabili dal Concessionario ogni 5 anni</p> <p>indicando espressamente eventuali scostamenti nel volume e nella composizione delle merci movimentate.</p> <p>Sono altresì previste eventuali modalità di rinegoziabilità, predeterminando i criteri per verificare che le variazioni al mix di traffico ammissibile non modifichino in misura significativa l’oggetto e le attività per le quali la concessione è stata assentita e comunque siano conformi agli strumenti di pianificazione portuale vigenti.</p>	<p>La previsione di un vincolo rigido sul mix merceologico, revisionabile ogni cinque anni e con una tolleranza del $\pm 15\%$, risulta difficilmente compatibile con l’operatività portuale, in particolare per i traffici di merci non unitizzate. Tali traffici sono infatti soggetti a dinamiche di mercato e fattori esterni – quali crisi delle catene di approvvigionamento, eventi geopolitici o fluttuazioni delle materie prime – che sfuggono al controllo del concessionario.</p>

3.11 (e)	i criteri e le modalità per procedere ad eventuali aggiornamenti intermedi, mediante la stipula di appositi accordi sostitutivi o atti aggiuntivi, per le concessioni di durata superiore a 10 anni;	i criteri e le modalità per procedere ad eventuali aggiornamenti intermedi, mediante la stipula di appositi accordi sostitutivi o atti aggiuntivi, per le concessioni di durata superiore a 10 anni;	Non risulta chiaro il motivo per cui la possibilità di stipulare accordi sostitutivi o aggiuntivi sia limitata alle concessioni di durata minima pari a 10 anni. Sarebbe inoltre opportuno chiarire se il termine si riferisca alla durata originaria o a quella residua. Si segnala, infine, la presenza di rilevanti disallineamenti tra il Regolamento (D.M. 202/2022), le Linee Guida (D.M. 110/2023) e la presente delibera, in particolare in tema di asseverazione per concessioni di durata superiore a 4 anni (cfr. art. 2(g).3.2 del Regolamento), con effetti potenzialmente disomogenei sull'applicazione delle disposizioni.
3.13	A tale scopo il concessionario fornisce all'AdSP le informazioni circa le situazioni di controllo di cui all'articolo 2359 del Codice civile e di una qualsiasi relazione, anche di fatto, rispetto ad altri soggetti già titolari di concessioni presso qualunque porto nazionale.	A tale scopo il concessionario fornisce all'AdSP le informazioni circa le situazioni di controllo di cui all'articolo 2359 del Codice civile e può presentare delle relazioni attestanti specifiche situazioni in altri porti nazionali ritenute utili dal concessionario.	La richiesta di fornire informazioni su "una qualsiasi relazione, rispetto ad altri soggetti già titolari di concessioni" appare, ad avviso della scrivente, formulata in termini eccessivamente generici e giuridicamente poco rigorosi. La locuzione risulta atypica rispetto agli standard normalmente adottati dagli Organi Regolatori e di Controllo (MIT, AdSP), e rischia di generare incertezze interpretative e oneri informativi sproporzionati per i concessionari, in assenza di un chiaro riferimento alle nozioni giuridiche di controllo o collegamento.

<p>3.16 (Definizione dei Canoni):</p>	<p>Per la determinazione dei canoni, le AdSP si avvalgono dei moduli metodologici di cui all'Annesso 2, in coerenza con i benchmark di settore di cui all'Annesso 4, utilizzando per la parte variabile almeno un indicatore di performance (KPI) per ciascuna delle tipologie ivi indicate quali, ad esempio, il traffico effettivamente movimentato, sia in termini di naviglio che di quantità e tipologia di merce, tenendo in considerazione l'andamento dello specifico mercato dei servizi offerti dal concessionario, nonché indicatori di qualità del servizio, quali, ad esempio, il tempo medio di giacenza delle merci nelle aree di stoccaggio, il livello di efficienza delle operazioni di trasferimento modale del carico, la quota di trasferimento modale delle merci su ferrovia, il livello di efficienza energetica ed ambientale dell'intero ciclo portuale, il livello di produttività per unità di superficie di sedime portuale oggetto di concessione</p>	<p>Per la determinazione dei canoni, le AdSP si avvalgono dei moduli metodologici di cui all'Annesso 2, in coerenza con i benchmark di settore di cui all'Annesso 4, utilizzando per la parte variabile almeno un indicatore di performance (KPI) per ciascuna delle categorie indicate, tenendo ben presente che, per valutare l'efficienza delle gestioni, efficacia e qualità del servizio e la sostenibilità della gestione, bisogna considerare che le variabili indicate come KPI possono non essere del tutto imputabili al concessionario, ma anche alle caratteristiche strutturali della banchina e del porto, nonché del mercato a cui le merci fanno riferimento.</p>	<p>La revisione della delibera 57/2018 in commento tende a elevarsi a norma secondaria nel regolamentare alcuni aspetti concernenti la matrice di attribuzione dei punteggi prevista dal D.M. 110/2023 (in diretta applicazione dell'art. 2 del D.M. 202/2022) che, a sua volta, si suddivide nei seguenti fattori valutativi: a) Dimensioni ("D"), b) Criteri ("C"), c) Indicatori ("I"). In particolare, sulla D3C3 (utilizzo della modalità ferroviaria) e sui criteri di determinazione della componente variabile dei canoni, l'Autorità è intervenuta attraverso la consultazione in commento laddove al 3.16, nella determinazione degli incentivi per la parte variabile e nonché nella definizione dei canoni, tiene conto "dell'incentivazione intermodale" e del "Tempo Medio di Giacenza delle merci nelle aree di stoccaggio". Si tratta, a nostro avviso, di elementi valutativi che non costituiscono leva operativa azionabili dal concessionario in quanto la prima dipende dal livello di infrastrutturazione del porto che, come sappiamo, vede spesso un deficit di infrastrutture intermodali (soprattutto ferroviarie), mentre il secondo anch'esso non dipende dalla volontà del concessionario, in quanto, sempre più frequentemente, nell'ambito di un Paese come la nostra Nazione fortemente industrializzato, e in cui il porto, e quindi i Terminalisti concessionari, svolgono un ruolo vitale a supporto delle <i>supply chain</i> industriali. Gli stessi corrispondono a veri e propri "polmoni" logistici da parte dell'industria e, quindi, frequentemente i tassi di rotazione subiscono stravolgimenti in relazione all'andamento dei prezzi dei prodotti interessati; si pensi ad esempio alla filiera dell'<i>agribulk</i>, dei prodotti siderurgici, dell'alluminio, della cellulosa. Pertanto, a nostro avviso, non sarebbe opportuno imputare un</p>
---	---	---	---

			minor/maggior tasso di rotazione esclusivamente alla minor/maggior efficienza del concessionario nella definizione dei canoni e della relativa componente variabile.
3.15 (Durata delle Concessioni): parte 1	<p>Limite superiore: numero massimo di anni che le AdSP indicano nel bando di gara come durata massima di concessione, di cui alla Misura 3.11, nel rispetto del principio di gestione efficiente e di utilizzo ottimale delle aree e delle infrastrutture portuali, nonché tenendo conto della tipologia di concessione oggetto di gara. Tale numero massimo di anni utilizzabile per ciascuna tipologia di concessione non può, comunque, eccedere il benchmark di settore, in termini di numero di anni</p> <p>di durata massima, per ciascuna tipologia di concessione, pubblicato ed aggiornato annualmente dall'Autorità in esito alla raccolta degli elementi informativi che si acquisiranno anche in attuazione della Misura 15 ed</p>	<p>Limite superiore: numero massimo di anni che le AdSP indicano nel bando di gara come durata massima di concessione, di cui alla Misura 3.11, nel rispetto del principio di gestione efficiente e di utilizzo ottimale delle aree e delle infrastrutture portuali, nonché tenendo conto della tipologia di concessione oggetto di gara. Tale numero massimo di anni utilizzabile per ciascuna tipologia di concessione non può, comunque, eccedere il benchmark di settore, in termini di numero di anni</p> <p>di durata massima, per ciascuna tipologia di concessione, pubblicato ed</p>	<p>Si rileva un contesto infrastrutturale non assimilabile alle concessioni portuali, sia in relazione al <i>pattern</i> dell'arena competitiva che alla estrema disomogeneità gestionale che caratterizza i concessionari portuali. Tale aspetto è determinante se si suppone che il c.d. "Limite Sup" verrebbe definito sulla base di benchmark di difficile determinazione e che potrebbero condurre ad una maggiore disomogeneità/iniquità di trattamento e conseguenti contenzioni amministrativi.</p> <p>L'attività terminalistica portuale si caratterizza per un'elevata variabilità e modularità, in particolare nei contesti in cui prevale la componente <i>multipurpose</i>, come avviene nella maggior parte dei porti italiani. Tale attività risponde a una domanda c.d. <i>"derivata"</i>, determinata dalle scelte strategiche degli operatori industriali, degli armatori (liner o tramp) e fortemente influenzata dall'andamento dei noli marittimi. Questi ultimi, per esempio, possono generare fenomeni di <i>cascade effect</i> tra diverse classi di navi, nonché shift modali anche all'interno del trasporto marittimo stesso. Ne sono esempio situazioni in cui merci in bulk sono state trasportate in container per effetto di noli</p>

	<p>all'effettuazione delle analisi di benchmarking di competenza.</p> <p>Nelle more dell'effettuazione delle analisi di cui sopra, il Limite sup è fissato dall'AdSP in base alla vita utile ed alle conseguenti aliquote tecnico/economiche di ammortamento, definite in sede di prima applicazione a seguito di una preliminare analisi di alcune casistiche sul tema e con riferimento alla normativa attualmente in vigore, riportate nella tabella che segue:</p>	<p>aggiornate annualmente dall'Autorità in esito alla raccolta degli elementi informativi che si acquisiranno anche in attuazione della Misura 15 ed all'effettuazione delle analisi di benchmarking di competenza.</p> <p>Nelle more dell'effettuazione delle analisi di cui sopra, il Limite sup è fissato dall'AdSP in base alla vita utile ed alle conseguenti aliquote tecnico/economiche di ammortamento, definite in sede di prima applicazione a seguito di una preliminare analisi di alcune casistiche sul tema e con riferimento alla normativa attualmente in vigore, riportate nella tabella che segue:</p>	<p>estremamente bassi nel segmento <i>containership</i>, o viceversa movimentate in deck su navi bulk durante fasi di picco dei noli container.</p>
--	--	--	---

3.15 (Durata delle Concessioni): parte 2	<p>Limite inferiore: numero di anni minimo affinché il Valore Attuale Netto di progetto (VAN, così come definito nell'Annesso 1) sia uguale a zero. Ciascun istante ha facoltà di proporre un Piano di Impresa di durata inferiore rispetto al limite superiore indicato nel bando di gara, dando evidenza della documentazione e degli elementi informativi, anche di natura economica e finanziaria, idonei e necessari a dimostrare il pieno ed integrale rispetto degli impegni in termini di volumi e tipologia di investimenti, di obiettivi di traffico, di livelli occupazionali, nonché di tutto quanto indicato e prescritto nel bando di gara nel lasso temporale proposto. Per la copertura degli investimenti effettuati, ai fini del calcolo del Limite inferiore di durata di concessione, l'Autorità procede alla determinazione del valore del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti così come definiti in Annesso 1, secondo il metodo basato sul costo medio ponderato delle fonti di finanziamento (Weighted Average Cost of Capital: WACC), che sarà pubblicato sul proprio sito web istituzionale con cadenza annuale, entro il mese di</p>	Vedere Allegato
--	--	-----------------

	<p>novembre. Tale valore costituisce il riferimento che le AdSP dovranno considerare nella redazione dello schema di bando di gara di cui alla Misura 3.11 e nelle successive valutazioni.</p>		
--	--	--	--



Nota illustrativa Misura 3.15 (Durata delle Concessioni): parte 2

3.15 (Durata delle Concessioni):

Come evidenziato nel corso dell'audizione, vi è stato un ***vulnus temporale*** tra la delibera ART (n. 57/2018), la quale ha preceduto la normativa di rango secondario (D.M. 202/2022 e D.M. 110/2023) che si è aggiunta a quella di rango primario (Codice della Navigazione), e le successive delibere ART (n. 170/2022 – *call for input* - e n. 75/2024- *schema di PEF*). Infatti, tra l'emanazione dei D.M. e oggi (Delibera n. 69 e relativa consultazione) non si è avuta l'opportunità di interloquire specificamente su “Regolamento” e “Linee-guida”, con conseguente impossibilità di addurre eventuali argomentazioni sul loro contenuto.

A tal proposito, si rileva una mancata coerenza tra la delibera ART in oggetto e le “*Linee Guida*”. Entrambi gli schemi si ispirano ad un contesto infrastrutturale non assimilabile alle concessioni portuali, sia in relazione al *pattern* dell'arena competitiva che alla estrema disomogeneità gestionale che caratterizza i concessionari portuali. Tale aspetto è determinante se si suppone che il c.d. ***“Limite Sup”*** verrebbe definito sulla base di ***benchmark*** di difficile determinazione e che potrebbero condurre ad una maggiore disomogeneità/iniquità di trattamento e conseguenti contenzioni amministrativi.

L'attività terminalistica portuale si caratterizza per un'elevata variabilità e modularità, in particolare nei contesti in cui prevale la componente *multipurpose*, come avviene nella maggior parte dei porti italiani. Tale attività risponde a una domanda c.d. *“derivata”*, determinata dalle scelte strategiche degli operatori industriali, degli armatori (liner o tramp) e fortemente influenzata dall'andamento dei noli marittimi. Questi ultimi, per esempio, possono generare fenomeni di *cascade effect* tra diverse classi di navi, nonché shift modali anche all'interno del trasporto marittimo stesso. Ne sono esempio situazioni in cui merci in bulk sono state trasportate in container per effetto di noli estremamente bassi nel segmento *containership*, o viceversa movimentate in deck su navi bulk durante fasi di picco dei noli container.

Inoltre, va detto che lo stesso *“mercato rilevante”* assume geometrie variabili a seconda della tipologia di merce prevalente. In sintesi, un terminal non è come un'autostrada che ha un utilizzo standardizzato ed è caratterizzata da scarsa competizione (se ci si deve spostare da Milano a Venezia non ho alternative se decido di utilizzare l'infrastruttura autostradale e, quindi, non vado a Roma per poi andare a Venezia). Tale fenomeno di scelte alternative nei porti può capitare per le ragioni succitate, quindi il contesto competitivo tra porti non può limitarsi all'interno del compendio portuale oggetto del rilascio della concessione, ma coinvolge un ampio raggio di cattura e, pertanto, non può prefigurarsi facilmente una situazione di extra- rendimento rispetto alle attese stesse da parte dell'aspirante concessionario né in riferimento al singolo porto, e né tanto meno ad ambiti più ampi, bensì risponde alle esigenze degli utenti e delle catene di fornitura.

Partendo dai criteri esposti al 3.15 si rileva che il *“Limite Inf”* sarebbe rappresentato dal numero di anni che assicura la condizione $VAN = 0$, ovvero $TIR = WACC$. Risulta rilevante dunque comprendere:

- a) se il *WACC*, come sembrerebbe, sia un termine noto fornito dall'autorità concedente;
- b) quali siano i criteri di determinazione del *WACC*;

- c) se tale parametro viene calcolato in relazione alla specificità del concessionario, e quindi tenendo conto di elementi di rischio specifico (finanziario ed operativo) del singolo concessionario;
- d) per quale ragione il WACC sarebbe calcolato annualmente laddove la domanda di concessione viene effettuata in un contesto di rischio sistematico e specifico relativa ad un determinato periodo e ne sconta tali elementi prospetticamente nei parametri iniziali.

Il **"Limite Sup"** sarebbe, come detto, invece calcolato in base a **benchmark**, la cui determinazione oggettiva sarebbe, come già affermato, di difficile individuazione e, nella fase iniziale, tale limite sarebbe definito sulla scorta della vita economica utile (ciclo di ammortamento economico) di una svariata tipologia di *equipment* con caratteristiche estremamente diverse (v. tabella pag. 8); pertanto, al momento, la definizione di tale **"Limite Sup"** potrebbe sembrare alquanto vaga.

Ritornando per un attimo sulla definizione del **"Limite Inf"**, appare evidente che a un **WACC maggiore** corrisponde in via logica un valore del suddetto limite più basso; si evidenzia quindi, l'importanza di definire correttamente dal punto di vista tecnico tale elemento.

Le **"Linee-Guida"**, a suo tempo, avevano previsto l'attribuzione di punteggi inferiori a PEF che eccedono la durata minima posta dalla condizione $VAN=0$. Tale condizione si verifica laddove, come detto, il TIR calcolato in base ai FCO (Flussi di Cassa Operativi *Unlevered*) sia pari al WACC (*Weighted Cost of Capital*). In pratica, ad avviso della scrivente, l'attuale impostazione rischia di indurre il concorrente, al fine di non essere penalizzato in sede valutativa, a predisporre un **Piano Economico-Finanziario (PEF)** eccessivamente prudente. In alternativa, potrebbe agire sull'unica leva di propria discrezionalità, ovvero il rapporto di indebitamento, comprimendo artificialmente il WACC tramite un ricorso spinto al debito. Ciò finirebbe per favorire i concorrenti che hanno maggiore facilità di accesso a fonti di finanziamento di debito, ponendo in una situazione di sfavore i concorrenti meno dimensionati ma altrettanto affidabili dal punto di vista delle capacità operative.

Per quanto concerne il **"Limite Sup"**, si rileva un eterogeneo criterio di vita economica utile per panieri di beni diversi (es: 30 anni per *"Infrastrutture ed Opere Civili"*, 15 anni per *"le attrezzature portuali"*, etc.). Non si comprende, pertanto, come possa essere individuato un indicatore unico per la durata massima. Aggiungasi che, per determinate fattispecie, la norma primaria (i.e. Codice della Navigazione) prevede durate minime delle concessioni (**Depositi Costieri**).

Ma l'elemento che desta maggiore incertezza è il criterio adottato per il calcolo del WACC, non commentato nella consultazione. A tal uopo si afferma semplicemente che il WACC viene comunicato entro il novembre di ogni anno. Si presume, dunque, che i criteri per la definizione del WACC siano i medesimi contenuti nelle **"Linee-Guida"** e già più volte commentati in altre sedi, evidenziandone incertezze interpretative ed errori concettuali nella definizione. In particolare, di seguito si dedica uno specifico approfondimento a tali aspetti:

Determinazione del WACC come da “Linee-Guida”:

Partendo dalla seguente formula applicata si rilevano alcuni aspetti:

BOX 1 – Il calcolo del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

Il costo del capitale investito è da intendersi come il costo medio ponderato del capitale, ovvero il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), definito dalla formula:

$$(1) \quad WACC = g \cdot (r_f + \rho)(1 - t_c) + (1 - g)(r_f + \beta \text{ERP})$$

nella formulazione comprensiva dell’aliquota fiscale media sulle imprese. Nel caso *pre-tax* la (1) diviene:

$$(2) \quad WACC = g \cdot (r_f + \rho) + \frac{(1 - g)}{(1 - t_c)} \cdot (r_f + \beta \text{ERP})$$

ove:

g = il *gearing*, ovvero la quota di capitale di debito e di capitale di rischio (definito da $1-g$) specifiche della società proponente;

r_f = tasso di rendimento privo di rischio calcolato come media dei rendimenti dei BTP decennali degli ultimi 5 anni;

ρ = premio al rischio per il capitale di debito. In generale, nel caso di $(r_f + \rho)$ si considera il costo del debito del proponente;

t_c = aliquota media societaria;

β = stima del β societario (*unlevered*), ovvero del rischio implicito nelle azioni del proponente. Qualora il proponente non fosse quotato, si considera la media dei β di imprese terminaliste e di navigazione eventualmente quotate. Qualora non fosse possibile per il proponente identificare una serie di *comparables*, si suggerisce l’utilizzo di un valore pari a 0,9.

ERP = *equity risk premium*, ovvero il premio al rischio per l’investimento in azioni su un determinato mercato calcolato come differenza tra il *Total Market Return* (TMR) e il tasso di rendimento privo di rischio, ove il TMR è calcolato come media dei rendimenti azionari sul periodo 1900-2020, coerentemente con la pratica delle Autorità indipendenti.

- Si rileva un’eccessiva semplificazione nell’assumere che il costo del debito dell’impresa coincida con l’espressione $(r_f + \rho)$, dove ρ rappresenterebbe il premio per il rischio dell’impresa richiedente. Non risulta chiaro, tuttavia, secondo quali criteri venga effettivamente determinato tale costo: se sulla base di una media storica delle condizioni di finanziamento (e su quale orizzonte temporale), di una media ponderata per utilizzo delle linee di credito, oppure di un dato puntuale al momento dell’istanza. Tale ambiguità metodologica lascia ampio margine di soggettività, incidendo su una componente essenziale del WACC che, se non standardizzata, può generare effetti premiali o penalizzanti nel giudizio dell’Autorità concedente. Analogia incertezza si riscontra in relazione ai criteri di determinazione della struttura finanziaria (rapporto debito/equity). Si segnala, inoltre, che nella quasi totalità dei casi – fatta eccezione per grandi imprese con strumenti obbligazionari quotati – non è disponibile l’indicatore βERP , rendendo impraticabile una corretta stima del costo del capitale proprio secondo le metodologie classiche.
- Anche la determinazione dell’altro elemento (Costo del Capitale di Rischio) del WACC, è caratterizzata da un’imprecisione tecnica. Infatti, viene utilizzato erroneamente il coefficiente β Unlevered, ossia non contenente l’effetto correttivo determinato dal grado di leva finanziaria prescelto dall’azienda (si presume che un’azienda più indebitata abbia più possibilità di fallire e, quindi, caratterizzata da un premio per il rischio più elevato). **Tale fattore rappresenta un elemento molto importante che tende a premiare progetti con maggiore “moral hazard” in quanto caratterizzati da una struttura finanziaria maggiormente sbilanciata sulla leva.** Auspicabilmente, il β Unlevered andrebbe corretto in base alla seguente formula:

$$\beta \text{ levered} = \beta \text{ Unlevered} * \left(1 + \frac{g}{1-g} (1 - t) \right)$$

Al fine di fornire un caso esemplificativo dell’impatto derivante da tale correzione, supponiamo di adottare il β Unlevered suggerito dalle linee guida nella misura di 0,9 (tra l’altro non si comprende da dove venga tratto tale elemento) e, per entrambi i casi rappresentati, un tasso per

investimenti privi di rischio rf pari al 4%; supponiamo, inoltre, un “*Premio per il Rischio*” (ERP) pari al 6%, ed un’aliquota fiscale del 24% e un rapporto di indebitamento pari a 4 volte (80% debito, 20% equity). Sviluppando la formula del WACC per i due distinti casi si ottiene:

- 1. WACC applicando la formula suggerita dalle linee-guida = 4,1%**
 - 2. WACC applicando la formula che considera la leva finanziaria = 6,8%**
- c) Nella formula del WACC si fa riferimento all’aliquota fiscale media (“t”). A tal proposito, si evidenzia che l’aliquota fiscale media in Italia è inficiata dalla componente IRAP, la quale non crea “*scudo fiscale*” in quanto applicata su un imponibile che non è influenzato dal grado di leva finanziaria. L’IRAP, infatti non dà luogo a deducibilità di interessi passivi. Per cui, ai fini del calcolo del WACC, tale applicazione ne determina una sottostima.
- d) Ci si interroga inoltre sulla determinazione di alcuni dei parametri indicati per il calcolo del WACC. Ad esempio, per il β *Unlevered* si fa riferimento alla media dei *comparables* di mercato quotati, incluse aziende di trasporto navale e Terminalisti. È bene ricordare che in Italia abbiamo una sola azienda quotata in ambito trasporto navale (*d’Amico International Shipping*) operante nel trasporto di *liquid bulk*, mentre non sussistono imprese terminalistiche quotate. Mentre laddove si voglia far riferimento ai mercati internazionali, le stesse sono spesso conglomerate che includono attività e *businesses* estremamente diversificati (es. CK Hutchison

Holding, ICTSI, Maersk, etc), con dimensioni rilevanti e il cui rischio è riferito a mercati denominati in altre valute. Pertanto, il quasi nullo livello di comparabilità comporta rischi di irrazionalità e conseguenti potenziali distorsioni. Aggiungasi che desta perplessità comparare il rischio di impresa di un'azienda armatoriale con quelli di un terminalista, i quali hanno modelli di business ed operatività diversi. Infine, l'inapplicabilità di tali metriche dipende anche **dall'estrema differenza dei modelli di business** all'interno dell'attività terminalistica (*container, al bulk, tanker, project cargo, multipurpose, cruise, passengers, cars, etc.*) e conseguenti differenti rischi a seconda del tipo di soggetto (ricevitori, caricatori, *tramp owners, liners, etc.*).

CONFITARMA (Confederazione Italiana Armatori)