



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE
IN ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**"COMMERCIO MARITTIMO INTERNAZIONALE:
I CASI MAERSK GROUP E HANIJN SHIPPING"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA

LAUREANDO: SIMONE GIRALDO

MATRICOLA N. 1109560

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

Sommario

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO PRIMO - IDENTIFICAZIONE DEI PROBLEMI.....	5
1.1 Introduzione storica	5
1.2 Il mercato del trasporto marittimo	9
1.2.1 La situazione economica globale.....	11
1.2.2 Collegamento tra PIL mondiale e commercio	12
1.3 Inquadramento del mercato e cenni sulla competitività.....	14
1.3.1 Il Sub-settore delle crociere	15
1.3.2. Il Sub-settore del tramp	15
1.3.3. Il sub-settore della linea	17
1.4. Il trasporto marittimo tramite container	19
1.4.1. Breve storia del Container.....	19
1.4.2. Il settore del trasporto containerizzato	21
1.4.3. Principali operatori nel trasporto marittimo internazionale tramite container	23
1.4.4 Una prima analisi del settore	28
CAPITOLO SECONDO - IDENTIFICAZIONE DEI PROBLEMI.....	31
2.1. Il periodo della crescita senza limiti	31
2.1 Capacità produttiva	32
2.3 Altre conseguenze del “gigantismo” settoriale.....	35
2.4 Problemi per le banche tedesche.....	39
2.5 Prezzo del petrolio	43
2.6 Andamento dei freight rates	45
CAPITOLO TERZO - IL FALLIMENTO DEL GIGANTE.....	51
3.1 PRESENTAZIONE DI HANJIN SHIPPING	51
3.2 ANALISI DEI BILANCI DI HANJIN SHIPPING	53
3.3 CONFRONTO TRA HANJIN SHIPPING E MAERSK LINE	61
CONCLUSIONI	66
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	69
Bibliografia	69
Sitografia	69
APPENDICE A – BILANCI DI HANJIN SHIPPING E RICLASSIFICAZIONE.....	72
APPENDICE B – DATI ECONOMICI DI MAERSK LINE	76

INTRODUZIONE

Da sempre l'uomo ha utilizzato i fiumi, il mare e più tardi gli oceani per trasportare merci, persone, per portare innovazioni in altri luoghi e anche guerre. La navigazione è strettamente legata alla vita dell'uomo, e la situazione non è variata fino ai giorni nostri.

Certo oggi abbiamo molte alternative, il trasporto terrestre ha fatto progressi tecnologici importati e abbiamo creato anche il trasporto aereo, ma la via del mare resta la più conveniente in assoluto. L'80% delle merci di tutto il mondo in termini di valore viene trasportato via mare, rendendo di fatto gli operatori marittimi i principali fautori della globalizzazione e ponendoli, teoricamente, in condizione di poterla influenzare. Tuttavia così non è. Il 31 agosto 2016 tutto il mondo, non solo dello shipping ma dell'economia in generale, viene scosso da una notizia più che sorprendente: la Hanjin Shipping, settimo operatore mondiale del traffico tramite container, ha fatto richiesta di amministrazione controllata. Immediatamente la situazione precipita, le navi Hanjin rimangono bloccate per un mese in mare aperto sia perché i porti hanno paura di non essere pagati sia perché la compagnia ha paura che le navi vengano sequestrate dai creditori appena attraccate.

Il fallimento della società sud coreana, stando alle principali testate giornalistiche mondiali che tornano sull'argomento dopo tanti anni, mette in evidenza la crisi del settore. Ma com'è possibile che un settore che controlla il commercio globale sia in crisi? Eppure stando al *The Economist*¹, questa crisi è solo il preludio di quello che ci aspetta dato che 13 sulle 15 più grandi compagnie avevano i bilanci in rosso nel 2016. Stando all'internazionale² “con la Hanjin Shipping, è la prima volta che crolla una grande compagnia di container. Ma il fatto è che tutto il trasporto marittimo è in crisi: nessuno osa dirlo a voce alta, ma potenzialmente il 90 per cento delle compagnie di trasporto marittimo è sull'orlo della bancarotta.”

Sembra assodato pertanto che il settore del trasporto marittimo sia in grande sofferenza, nonostante la sua importanza e anche la sua struttura. Si consideri infatti che il settore è altamente concentrato e per di più negli ultimi anni le prime compagnie mondiali stanno stringendo accordi di collaborazione, configurando il mercato di fatto con uno schema oligopolistico. Nonostante questo i prezzi dei trasporti continuano a restare bassi, toccando nel 2016 i minimi storici.

¹ In un articolo del 22 settembre 2016.

² In un articolo del 14 settembre.

Per tutte queste ragioni il mercato dei trasporti navali tramite container si presenta come un grande rompicapo, con molti paradossi e situazioni difficili a credersi, e questo è il motivo del presente lavoro: cercare di capire come il trasportare la ricchezza mondiale possa non essere redditizio.

Il presente lavoro è strutturato nel seguente modo: nel primo capitolo si individuerà il mercato e il suo andamento generale, utilizzando come principale fonte dei dati economici il rapporto 2016 delle nazioni unite denominato *review of maritime transport*; nel secondo capitolo si isoleranno le cause macroeconomiche di dissesto del settore, le principali problematiche che le singole aziende devono affrontare e quelli che vengono considerati i motivi delle loro cattive performance; nel terzo capitolo si procederà ad analizzare più a fondo il caso della Hanjin Shipping, tramite l'analisi dei suoi bilanci, al fine di comprendere se il suo fallimento è davvero il preludio di una crisi del settore o se è fallita per altre cause non comuni alle altre imprese, per quest'ultimo scopo si confronteranno i dati di Hanjin Shipping con quelli di un'altra impresa, la Maersk Line, primo operatore mondiale nel trasporto marittimo internazionale.

CAPITOLO PRIMO

IL TRASPORTO MARITTIMO INTERNAZIONALE

1.1 Introduzione storica

Nel plurisecolare processo evolutivo che ha condotto il mondo occidentale al suo attuale livello di sviluppo un ruolo fondamentale è stato ricoperto dalle attività commerciali; in particolare, per lungo tempo ad avere una funzione di primaria importanza è stato il commercio internazionale.

Lo sviluppo delle grandi correnti di traffico mercantile non ha tuttavia sortito eguali effetti nelle diverse regioni da esso interessate: ciò perché esso non è avvenuto in modo uniforme al suo interno, ma ha interessato in maniera privilegiata determinate direttrici, le quali per di più sono mutate nel corso del tempo, coinvolgendo così alcuni territori più di altri e privilegiando territori diversi nelle diverse epoche. In conseguenza di questo carattere disomogeneo e non lineare assunto dal processo in esame, il commercio internazionale ha costituito così anche un importante fattore di differenziazione economica fra le diverse parti del mondo.

Nel corso del periodo moderno, il commercio fu strettamente legato al fenomeno del colonialismo, e i flussi transoceanici di merci tra gli imperi e le colonie hanno rappresentato una parte importante del commercio internazionale; anche le guerre hanno giocato un ruolo fondamentale. Il grafico seguente (grafico 1.1) fornisce un confronto del commercio intercontinentale, in termini di valore pro capite, per i diversi paesi.

Come possiamo vedere, il commercio intercontinentale è stato molto dinamico, con volumi che sono variati notevolmente nel tempo (seguendo l'espansione del colonialismo principalmente) e da impero a impero (da questi pochi dati possiamo riconoscere la storia europea moderna, con la parabola economica e politica dell'olandese e della Spagna, la crescita esponenziale continua dell'Inghilterra, il blocco del commercio nel 1800 in Francia a causa di Napoleone).

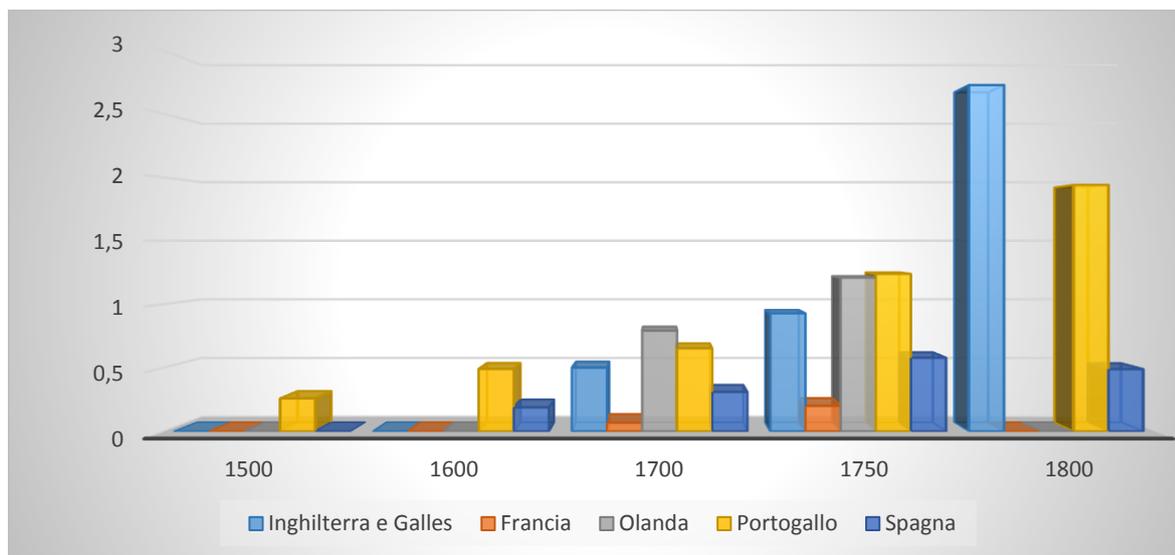


Grafico 1.1 Commercio internazionale pro capite delle principali nazioni europee, 1500-1800³

Il commercio intra europeo è stato anch'esso molto importante per la c.d. 'prima ondata di globalizzazione', la quale, come noto, si ebbe tra il 1840 e il 1914, e prese il via dallo sviluppo di nuove tecnologie che resero il mondo "più piccolo" come navi a vapore, ferrovie e telegrafo.

Il seguente grafico (grafico 1.2) fornisce dettagli per quanto riguarda i percorsi commerciali di alcuni specifici Paesi durante la prima ondata della globalizzazione. Esso mostra, per la precisione, la misura più comune di integrazione internazionale: l'apertura commerciale, calcolata come somma delle esportazioni e delle importazioni espressa come percentuale del PIL.

³ Fonte: www.ourworldindata.org; Fonte originaria: Costa, Palma and Reis (2015), "The Great Escape? The Contribution of the Empire to Portugal's Economic Growth, 1500-1800. *European Review of Economic History*".

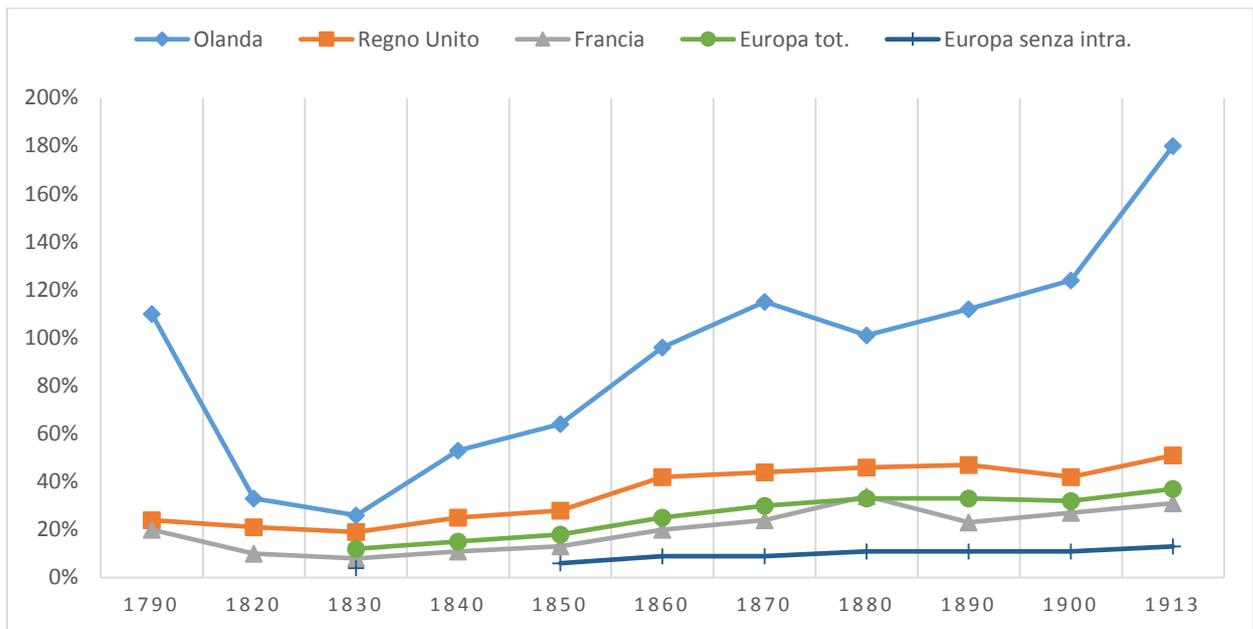


Grafico 1.2 Apertura economica di alcune Nazioni Europee, Totale Europeo e isolamento del dato totale europeo senza considerare il commercio "continentale"⁴

I dati mostrano che nel corso del 19 ° secolo, il commercio internazionale è diventato sempre più importante in molte nazioni. Ma possiamo anche vedere che in alcuni paesi, il commercio era già molto importante prima del 19 ° secolo. I Paesi Bassi sono un esempio calzante: la c.d. Golden Age Olandese del 17 ° secolo emerge chiaramente dal grafico.

L'importanza del commercio intra Europeo per la crescita degli scambi internazionali emerge confrontando la serie di dati intitolata "Europa tot." Con la serie "Europa senza intra.", confronto che evidenzia come la prima ondata di globalizzazione abbia portato un aumento sostanziale degli scambi tra i paesi Europei più che col resto del Mondo.

Per quanto non sia stato importante il commercio intraeuropeo, esso ha sofferto notevolmente durante il passaggio tra le due guerre, la grande depressione e il diffuso protezionismo, attuato mediante l'utilizzo di barriere quali dazi, sussidi e quote. Pertanto l'apertura commerciale dei paesi si è molto ridotta a causa di queste rivalità e si ebbe una forte diminuzione degli scambi commerciali.

Il seguente grafico (grafico 1.3) mostra l'apertura commerciale per una selezione di paesi europei, durante il periodo 1815-1949. Come si può vedere, l'integrazione economica è crollata in tutti i paesi europei, nel periodo in esame.

⁴ Fonte: www.ourworldindata.org; fonte originaria: *The Cambridge Economic History of modern Europe*, Broadberry e O'Rourke, 2010.

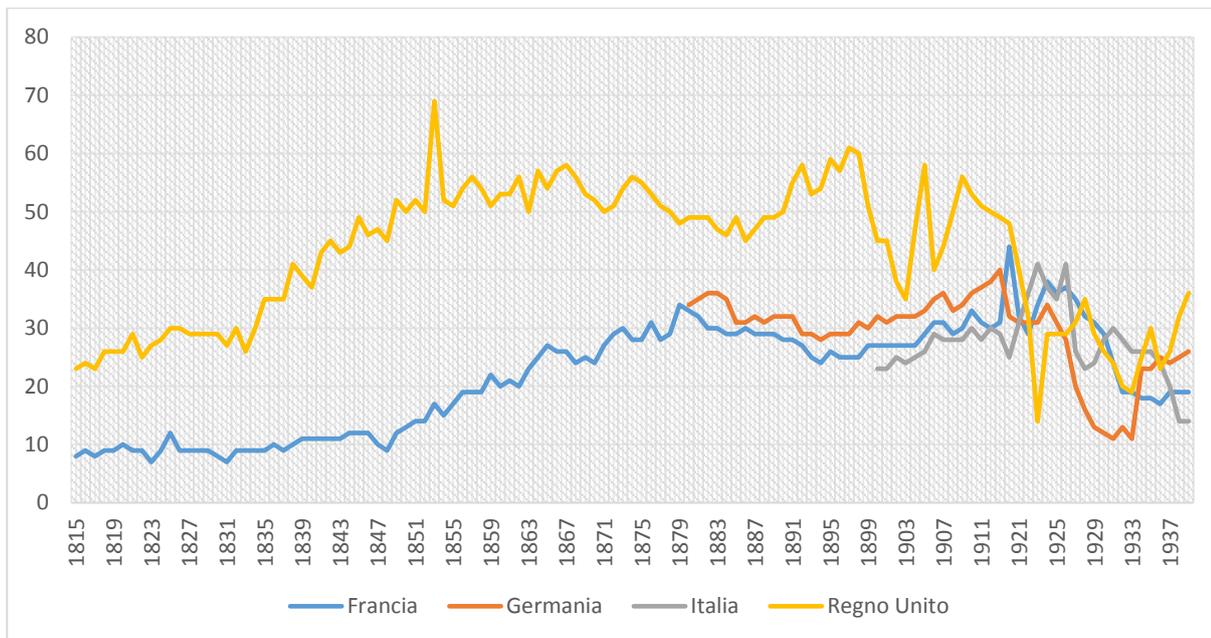


Grafico 1.3 Apertura commerciale di una selezione di Nazioni europee tra il 1815 e il 1937⁵

Nel periodo successivo alle guerre, durante la seconda metà del 20 ° secolo si è assistito ad un aumentare del commercio in tutto il mondo e si è avuta una crescita ancora più veloce rispetto a prima della prima guerra mondiale. Ma a cosa è dovuta questa crescita? Essa era in gran parte possibile grazie alla riduzione dei costi di trasporto derivanti dai progressi tecnologici, come ad esempio lo sviluppo dell'aviazione civile commerciale, il miglioramento della produttività nella marina mercantile, e la democratizzazione del telefono come modalità principale di comunicazione.

Grazie anche a queste innovazioni, lo scenario del trasporto marittimo è stato costellato da una serie di eventi a fronte dei quali le imprese di navigazione hanno reagito in modo spesso contrastante. A ripetute prove di ingenuità sono susseguite dimostrazioni di professionalità estrema, così come alla capacità di produrre elevati profitti si è accompagnata, spesso, la scomparsa dal mercato di operatori anche di primo piano. Le ragioni di tutto ciò vanno ricercate nel fatto che, a differenza di quanto accade in altri settori, i comportamenti di queste imprese non sono sempre riconducibili a modelli predefiniti e spesso sfuggono alla razionalità delle leggi economiche.

A partire dalla fine degli anni '70 del XX secolo si è verificata una nuova ondata di liberalizzazione del commercio mondiale, anche attraverso accordi e istituzioni internazionali appositamente concepite quali il GATT e successivamente il WTO finalizzate all'abolizione progressiva delle barriere al commercio internazionale.

⁵ Fonte: www.ourworldindata.org; fonte originaria: International Historical Statistics, Brian Mitchell.

In questo periodo si assiste anche ad una crescita del commercio intra-industria, diventa normale esportare e importare la stessa tipologia di beni, al solo scopo di offrire più scelta possibile ai propri consumatori nazionali.

Ad oggi, L'UE-28, la Cina e gli Stati Uniti sono i tre maggiori attori globali del commercio internazionale, dal 2004, anno in cui la Cina ha superato il Giappone. (cfr. grafico 1.4).

Il commercio mondiale di merci ha raggiunto un valore di 16.000 miliardi di dollari americani⁶.

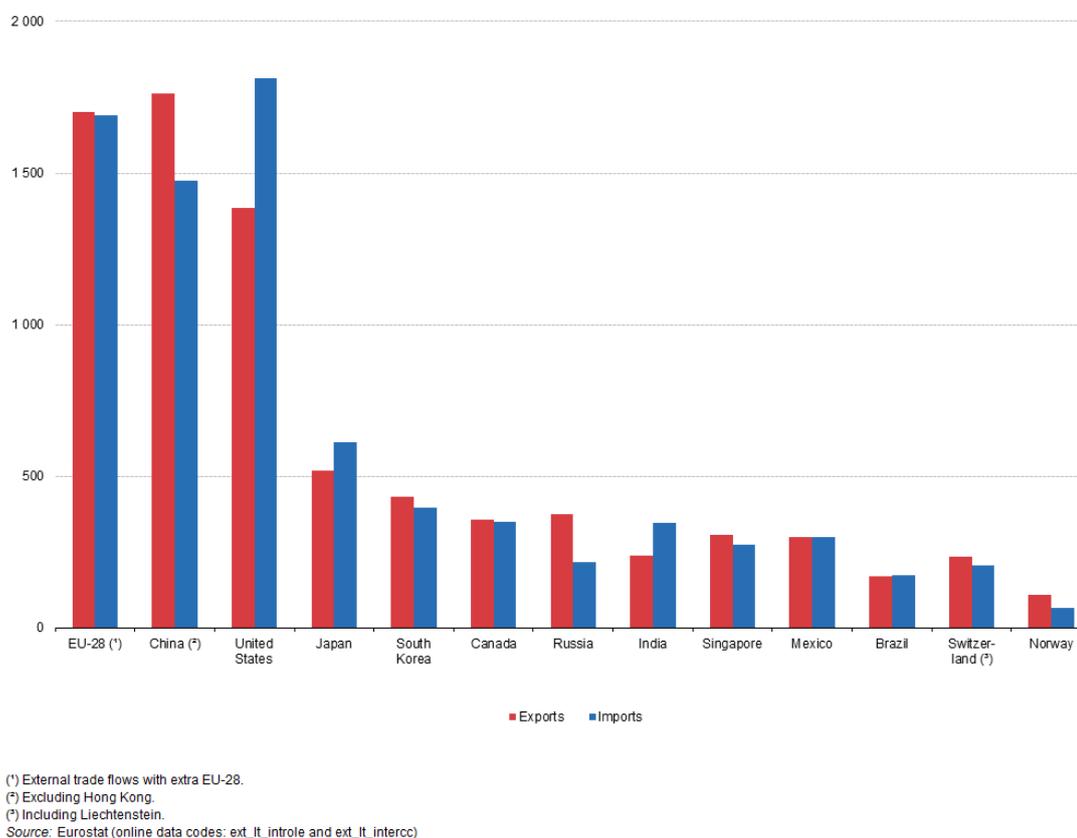


Grafico 1.4 Principali attori del commercio internazionale (2014)⁷

1.2 Il mercato del trasporto marittimo

Il trasporto marittimo è la spina dorsale della globalizzazione e si trova al centro delle reti di trasporto transfrontaliere che supportano le catene di approvvigionamento e consentono il commercio internazionale. Si tratta di un settore economico a sé stante che genera occupazione e reddito. I trasporti, compresi i trasporti marittimi, sono trasversali e permeano

⁶ Fonte: World Trade Organization, rapporto di aprile 2016.

⁷ Fonte: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/International_trade_in_goods/it;

tutti gli altri settori economici e attività. Il trasporto marittimo consente lo sviluppo industriale sostenendo la crescita della produzione mettendola in comunicazione i consumatori, gli intermediari e le industrie di beni strumentali; in definitiva si può affermare che promuove l'integrazione economica e commerciale.

L'importanza del trasporto è stata riconosciuta anche negli Sustainable Development Goals⁸, nei quali si considerano come fondamentali le infrastrutture ed i trasporti. Mentre nessuno degli obiettivi è esclusivamente dedicato al trasporto o al trasporto marittimo in particolare, il trasporto è considerato un fattore critico per l'effettiva realizzazione di otto Goals e 11 Targets, sia direttamente che indirettamente⁹. Per mettere le cose in prospettiva, nel 2015, i volumi mondiali del commercio marittimo si stima abbiano rappresentato oltre l'80 per cento del totale degli scambi di merci nel mondo. In termini di valore invece, alcuni osservatori hanno stimato la quota del commercio marittimo al 55 per cento (Lloyd List Intelligence) e altri a oltre due terzi del totale degli scambi di merci (IHS Markit, 2016).

Per quanto detto sopra, ritengo non ci si possa approcciare ad un'analisi di questo mercato senza prima osservare l'andamento dell'economia globale nel suo complesso, in quanto, sebbene un certo numero di fattori stiano sempre più ridefinendo i flussi commerciali via mare, questi continuano ad essere in gran parte determinati dall'andamento del panorama macroeconomico. I volumi degli scambi marittimi si sono sempre generalmente mossi insieme con la crescita economica, l'attività industriale e commerciale, anche se a velocità diverse, come si evince dal grafico 1.5.

⁸ Il 25 settembre 2015, Le Nazioni Unite hanno adottato una serie di obiettivi per porre fine alla povertà, proteggere il pianeta e garantire la prosperità per tutti come parte di una nuova agenda di sviluppo sostenibile. Ogni obiettivo (Goal) ha obiettivi specifici (target) da raggiungere nel corso dei prossimi 15 anni.

⁹ Per esempio, come parte del processo di attuazione, è stato proposto che i volumi di trasporto merci per modo di trasporto, compresi i trasporti marittimi, debbano essere utilizzati per misurare i progressi verso il target 9.1 "sviluppare la qualità, affidabilità, sostenibilità e la resilienza delle infrastrutture, sia regionali sia transfrontaliere, per sostenere lo sviluppo economico e il benessere umano, con particolare attenzione alla possibilità di accesso per tutti in modo equo" (vedi <http://unstats.un.org/sdgs/iaegsdgs>).

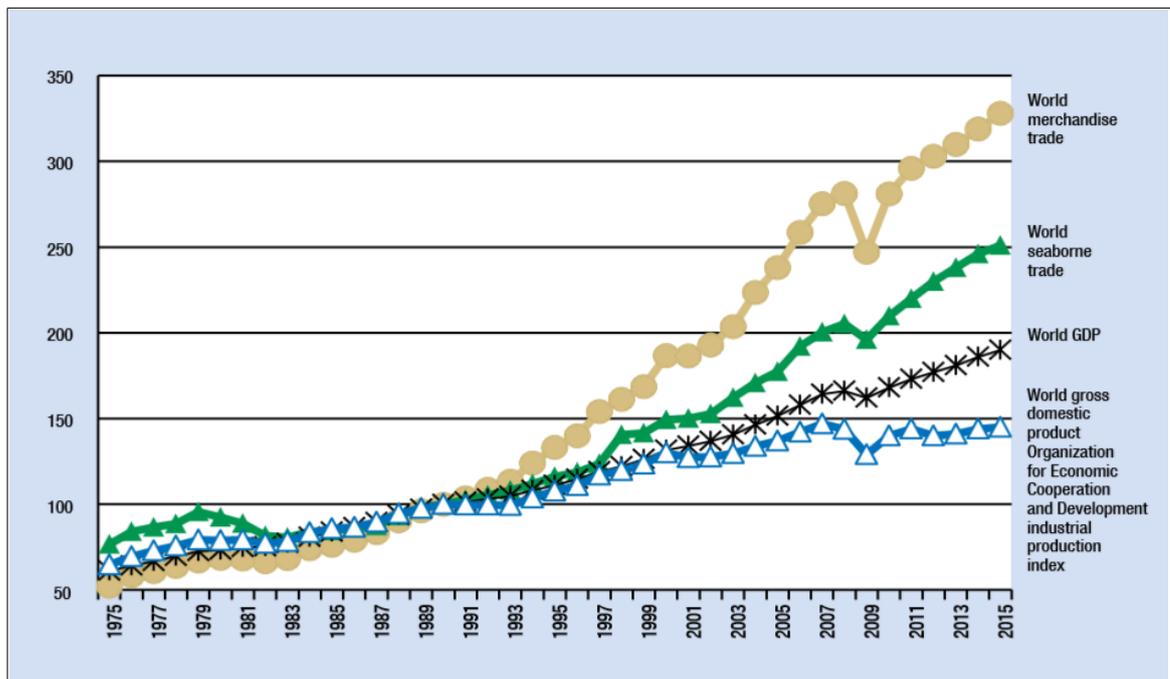


Grafico 1.5 *Organization for Economic Cooperation and Development, andamento del PIL mondiale, commercio marittimo e commercio di beni mondiali dal 1975 al 2015.*¹⁰

Nota: 1990=100. Indici calcolati sulla base del PIL e del commercio di merci in dollari, trasporto marittimo in tonnellate.

1.2.1 La situazione economica globale

Cadendo al di sotto delle aspettative, la crescita del PIL mondiale è ammontata al 2,5 per cento nel 2015, lo stesso tasso del 2014. Le divergenti performance dei singoli paesi sono spiegate se si considera il livello inferiore dei prezzi del petrolio e delle materie prime, la debolezza della domanda globale e un rallentamento in Cina.

Soffermiamoci un attimo su quest'ultimo punto, in quanto per nulla trascurabile, infatti il progressivo abbandono da parte della Cina del suo modello di crescita economica degli ultimi anni basato sull'investimento e l'esportazione ha avuto un impatto sulla produzione a livello globale, sulla domanda aggregata, sugli investimenti e sui prezzi delle materie prime.

Un ulteriore fattore frenante della crescita globale è stato il parziale annullamento dell'effetto della riduzione dei prezzi del petrolio, in quanto in parte compensato dall'impatto negativo sugli investimenti nel settore petrolifero e dal calo della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio.

¹⁰ Fonte : UNCTAD secretariat calculations, based on Organization for Economic Cooperation and Development, 2016; UNCTAD, Review of Maritime Transport, various issues; UNCTAD, 2016a; World Trade Organization, 2014; and World Trade Organization, 2016.

Anche la crescita delle nazioni in via di sviluppo è rallentata nel 2015, seppur ancora rappresentante il 70 per cento dell'espansione globale (Fondo Monetario Internazionale, 2016).

Oltre a quanto già velocemente elencato ed ad una ormai continua condizione di domanda debole, anche altre tendenze hanno colpito molti paesi in via di sviluppo, per esempio, la recessione in Brasile, un comune abbassamento dei prezzi delle materie prime e dell'energia, le tensioni geopolitiche e i conflitti nazionali in un certo numero di paesi.

Queste considerazioni sono molto importanti se si tiene presente che secondo alcune stime un calo di 1 punto percentuale della crescita in Brasile, Cina, India, Federazione Russa e Sud Africa potrebbe ridurre la crescita in altre economie emergenti e in via di sviluppo di circa 0,8 punti percentuali e la crescita globale di 0,4 punti percentuali (Banca mondiale, 2016)¹¹.

Seppur ancora fragile, la ripresa nelle economie sviluppate è proseguita nel 2015¹², mentre la crescita del PIL in Giappone è rimasta contenuta, riflettendo la continua lotta del paese contro la stagnazione economica.

1.2.2 Collegamento tra PIL mondiale e commercio

Una tendenza con potenziali implicazioni a lungo termine per il commercio marittimo e il trasporto è l'apparente indebolimento del rapporto tra crescita del commercio e PIL.

L'elasticità del commercio-PIL a lungo termine è stata stimata a 1,3 nel periodo 1970-1985, 2,2 nel 1986-2000, 1,3 nel 2000 e 0,7 nel 2008- 2013. Le stime indicano che il contributo dei fattori ciclici di rallentamento del commercio è più pronunciato durante le crisi e i periodi di recessione. Tuttavia, per spiegare la riduzione dell'elasticità al di fuori dei periodi di crisi bisogna puntare su altri fattori potenziali.

Un potenziale fattore strutturale spesso citato è la recente limitazione della crescita della specializzazione verticale¹³ e la frammentazione della produzione globale, fenomeno che riflette una maturazione delle catene del valore (in Cina e negli Stati Uniti).

¹¹ Ciò è dimostrato dalla crescita del PIL in America Latina, che ha registrato la sua peggiore performance dal 1999, con un'espansione dello solo 0,2 per cento nel 2015. Allo stesso modo, la crescita del PIL in Africa è rallentata dal 3,7 per cento nel 2014 al 2,9 per cento nel 2015. La crescita in paesi meno sviluppati è rimasta relativamente stabile, anche se con un rallentamento dal 5,5 per cento nel 2014 al 3,6 per cento nel 2015.

¹² Nel dettaglio, negli Stati Uniti d'America, il PIL è aumentato del 2,6 per cento, mentre la crescita nell'Unione europea è arrivata al 2,0 per cento.

Mentre il calo dell'elasticità nel commercio di beni primari e beni di investimento si riferisce in particolare a fattori ciclici, per i beni intermedi è dovuto principalmente a cause strutturali, come ad esempio un cambiamento nei modelli di produzione. Il generale declino nel processo di specializzazione verticale è evidente se si considera il commercio di beni intermedi, soprattutto in Asia orientale. In Cina la quota delle importazioni di beni intermedi in proporzione al suo export di beni manifatturieri, rapporto che misura la dipendenza del settore manifatturiero dalle importazioni, è calata costantemente nell'ultimo decennio, da più del 60% nel 2002 a meno del 40% nel 2014. Un'altra misura, la quota dei beni intermedi sul totale delle importazioni, è caduta dal 33% nel 2001 al 18% nel 2014.

Anche se ancora sostanzialmente elevata, la specializzazione verticale in altri paesi in Asia orientale è costantemente diminuita negli ultimi anni. Queste tendenze sono anche indicative di un potenziale processo di re-shoring o near-shoring (vale a dire, lo spostamento dell'attività manifatturiera in casa o più vicino ad essa) e di consolidamento dei processi produttivi in cluster geografici di produzione; questi processi portano ad un livello di passaggi commerciali per unità di prodotto più basso.

Altri potenziali fattori esplicativi sono il cambiamento nella composizione della domanda mondiale, con una lenta ripresa dei beni strumentali, i quali sono molto più "trade-intensive" che non il consumo dei governi o dei cittadini, così come un cambiamento nella composizione della domanda dei consumatori che si allontana dai beni commerciabili (manifatturieri) per dirigersi più verso i servizi. A livello globale, la quota di beni strumentali sul totale delle importazioni è sceso dal 35 per cento nel 2000 al 30 per cento nel 2014. Nello stesso periodo, i beni di consumo, che tendono ad avere minore contenuto di importazione rispetto ai beni di investimento, hanno mantenuto la loro quota di circa il 30 per cento.

Un altro punto di vista è che il declino del livello globale dei salari ed il relativo impatto negativo sulla crescita della domanda interna può aver contribuito al rallentamento della crescita del commercio. I salari hanno continuato a diminuire a causa dei continui sforzi per aumentare la competitività, ad esempio attraverso la delocalizzazione della produzione in siti

¹³ Per specializzazione verticale si intende la specializzazione a monte o a valle di un processo produttivo dei vari paesi, in cui nella fase a monte serve ad esempio un'abbondanza di capitale (e quindi verrà prodotta da un paese con abbondanza dello stesso) e nella fase a valle serve un'abbondanza di manodopera (verrà prodotta da un paese con abbondanza della stessa). Un esempio può essere la produzione di microchips. La riduzione di questa tipologia di produzione e collaborazione tra paesi con diversi fattori produttivi da un lato è un bene in quanto la specializzazione verticale porta con sé una disparità di trattamento economico dei lavoratori non indifferente, dall'altro, per il mercato che si analizza in questo lavoro, è un male in quanto riduce i passaggi commerciali durante la produzione dei beni.

a basso costo. Il maggiore accesso ai mercati globali è stato spesso associato ad un peggioramento del reddito salariale nazionale rispetto al livello globale.

Pertanto, mentre il cercare di stimolare la domanda aggregata globale rimane un elemento chiave per stimolare la crescita del commercio mondiale, vari altri fattori non ciclici suggeriscono che, anche se il commercio riprendesse, l'elasticità del commercio rispetto al PIL non riuscirebbe comunque ad arrivare agli alti livelli della fine degli anni 1990 e primi anni 2000.

1.3 Inquadramento del mercato e cenni sulla competitività

A differenza di quanto normalmente accade per la maggior parte delle imprese appartenenti ad altri settori, il microambiente¹⁴ delle imprese produttrici di servizi di trasporto marittimo, per quanto piccole possano essere, ha dimensioni molto ampie, spesso globali: basti pensare che l'acquisizione dei fattori produttivi, dalla nave alla forza lavoro, può avvenire in qualsiasi Paese e che imprese localizzate in qualsiasi area geografica, possono offrire ovunque i loro servizi.

Tutto ciò influisce non solo sulla complessità del sistema interrelazionale che collega l'impresa ai suoi *stakeholder*, ma anche sulla complessità dell'intero sistema relazionale che collega l'impresa con l'ambiente esterno. Le mutevoli relazioni che si instaurano tra le variabili del macroambiente e le micro-variabili e tra queste e le configurazioni strutturali e gestionali della specifica impresa concorrono a delineare il complesso sistema relazionale che l'impresa di *shipping* dovrà gestire.

Tradizionalmente il settore dei trasporti marittimi viene suddiviso in tre sub-settori in considerazione delle sostanziali differenze che intercorrono tra alcune tipologie di imprese di navigazione, sia con riferimento al tipo di *business* che esse svolgono e che le porta ad operare in mercati molto diversi, sia per le differenti coordinazioni economiche che caratterizzano la loro attività, sia per il diverso sistema relazionale in cui si collocano:

- Il subsettore delle crociere;
- Il subsettore del *tramp*;
- Il subsettore della linea.

¹⁴ Il micro-ambiente di impresa è l'insieme delle variabili che influenzano la vita dell'impresa su cui l'impresa stessa può esercitare un'azione di controllo. Come per il macro-ambiente anche le variabili del micro-ambiente sono variabili esterne all'impresa. Tuttavia, a differenza delle prime, sono controllabili da parte della singola impresa. Le principali variabili del micro-ambiente di impresa sono: i fornitori, i concorrenti di mercato, gli intermediari e i clienti.

Tuttavia la distinzione in oggetto ha una valenza relativa dato che l'unitarietà che caratterizza il settore marittimo contrasta con qualsiasi metodologia di analisi compartimentale che, per sua stessa natura, non può cogliere le numerose interconnessioni che sussistono tra i vari sub-settori.

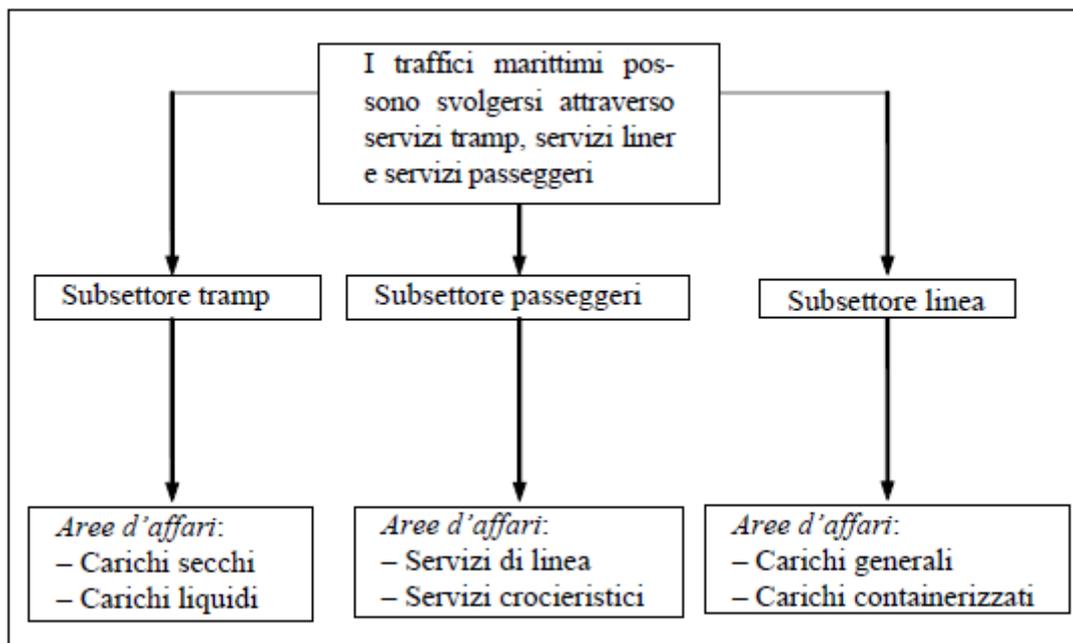


Figura 1.1 Suddivisione del settore dello shipping in sub-settori ed in aree d'affari

1.3.1 Il Sub-settore delle crociere

Il sub-settore dei traffici crocieristici, oggi rappresenta un'area di profitto di particolare interesse. Le politiche di diversificazione che hanno ispirato le scelte strategiche delle imprese che operano in questo sub-settore si sono dimostrate vincenti. Infatti, offrendo un servizio diversificato per fasce di mercato si è avuta una notevole crescita del tasso di redditività del sub-settore, il quale ha ormai assunto dimensioni globali. È da sottolineare, inoltre, che si è ridotto il divario tra i tassi di crescita dei mercati americani e quelli europei ed, in particolare, del mediterraneo.

1.3.2. Il Sub-settore del tramp

L'attività economica delle imprese operanti in questo sub-settore viene esercitata attraverso la produzione e la vendita di servizi di trasporto non continuativi nel tempo che tramite le rotte più disparate in relazione all'ubicazione del carico disponibile.

Nello specifico, il servizio *tramp* si configura come un servizio *port to port*, mediante il quale l'armatore mette la nave a disposizione del caricatore in un porto prestabilito e dopo averla caricata si impegna a riconsegnare il carico nel porto di destinazione. Esso riguarda soprattutto il trasporto di carichi alla rinfusa (*bulk cargo*), ed ogni carico ha dimensioni tali da

saturare interamente la portata della nave. Ciò consente di ridurre il costo unitario del trasporto, elemento quest'ultimo non trascurabile tenuto conto dell'importanza che riveste per queste imprese il contenimento dei costi.

La struttura organizzativa delle imprese *tramp* è molto snella anche perché la loro attività commerciale è quasi inesistente essendo lo stesso utente, solitamente tramite un *broker*, ad entrare in contatto con l'armatore ogni qual volta si trovi a dover effettuare trasporti via mare di carichi con le caratteristiche descritte sopra. Le navi hanno, inoltre, itinerari molto vari e l'impresa si appoggia esclusivamente ad agenti raccomandatori esterni, localizzati nei vari porti che di volta in volta sono toccati dalla nave; i servizi resi dalle agenzie sono quasi esclusivamente di *back office* in quanto dedicati alla nave e non al cliente.

Per quanto riguarda l'ambito competitivo un elemento caratterizzante è che il singolo venditore non può influenzare il prezzo (nolo) che si forma sul mercato dall'incontro della domanda e dell'offerta. A seguito di ciò il nolo rappresenta, per queste imprese, il principale fattore di competitività ed è frequente che la concorrenza diventi talmente spinta da far scendere il nolo su livelli così bassi da consentire appena la reintegrazione dei costi variabili di viaggio (considerato che il costo nave, in quanto costo fisso, è sostenuto comunque anche a nave non operante). Per questa ragione l'operatore trampistico si può definire *price-taker*.

L'apparato decisionale di governo delle imprese *tramp* si fonda su un sistema semplificato di decisioni, definito in tal modo non tanto per la loro importanza, che è sempre rilevante considerato il valore degli investimenti, quanto per l'articolazione del processo da cui esse scaturiscono. Nello specifico, quelle finalizzate a generare effetti sulla sfera economica dell'impresa riguardano la valutazione della convenienza ad effettuare un certo viaggio in rapporto ad una rata di nolo prefissata o ad acquistare e vendere navi nel mercato dell'usato sfruttando le opportunità di profitti che questa attività può offrire a seguito delle forti oscillazioni dei noli, i quali influenzano il valore economico della nave. Altre importanti decisioni possono riguardare la convenienza a cessare l'attività con conseguente vendita delle navi, nel caso in cui i noli restino bassi per periodi troppo lunghi, o a disarmare temporaneamente una o più navi in attesa che i noli tornino a salire.

Nel sub-settore in oggetto si individuano tradizionalmente alcune aree d'affari strategiche diverse. Quelle di maggiore interesse sono l'area dei carichi secchi e l'area dei carichi liquidi. Gli elementi che contraddistinguono le due aree sono, come intuibile dal nome, riferibili alla natura merceologica del bene trasportato, alle operazioni di movimentazione del carico

richieste dallo specifico tipo di merce, al tipo di nave utilizzata, ai mercati di vendita del servizio. Viceversa esistono tra le due aree molti punti di convergenza sia per la tipologia del servizio reso, sia per il processo produttivo tramite il quale il servizio è prodotto. Ciò spiega la presenza di imprese multi-business che svolgono la loro attività trampistica nelle due aree conseguendo economie di raggio d'azione per quanto riguarda soprattutto risorse come le conoscenze e le competenze.

Un vantaggio essenziale che le imprese che diversificano all'interno del sub-settore ottengono è la diversificazione del rischio derivante dalla volatilità del prezzo di nolo, in quanto capita sovente, infatti, che le turbative derivanti dalla ciclicità dei noli non colpiscano contemporaneamente e nella stessa misura tutte le aree d'affari per cui, operando su aree differenti, esistono fondate probabilità di compensare le criticità di un'area con gli andamenti favorevoli dell'altra.

Il servizio *tramp* si svolge utilizzando navi di media o grossa portata che, a seconda della tipologia di traffico cui sono destinate si distinguono in navi per carichi secchi (*dry bulk carriers*), navi per carichi liquidi (*tankers*), navi miste (*combined carriers*) e navi per carichi speciali (*specialist bulk vessels*).

Il servizio che viene offerto da queste imprese tendenzialmente non è per nulla diversificato o customizzato in quanto, come è noto, il costo sostenuto dall'impresa per migliorare il servizio deve trovare rispondenza nel maggior prezzo che l'utente è disposto a pagare. Circostanza questa che spesso non si verifica in tali traffici a causa del basso valore intrinseco della merce trasportata che influisce necessariamente anche sul suo valore economico a destinazione, abbassando così il limite del prezzo del trasporto oltre il quale l'utente non è disposto a pagare. Se consideriamo inoltre la dimensione globale del mercato in cui le imprese operano e le sue caratteristiche concorrenziali, si può intuire che la strategia più seguita dalle imprese *tramp* è quella volta al conseguimento di un vantaggio di costo, ossia fornire lo stesso servizio offerto dalla concorrenza ad un nolo più basso. Per realizzare tale vantaggio occorre soddisfare due condizioni, la prima riguarda l'efficienza in termini di costo realizzabile attraverso le economie di scala ottenibili utilizzando navi intercambiabili. La seconda condizione è la flessibilità ossia la possibilità di adattare rapidamente la capacità produttiva alle esigenze del mercato.

1.3.3. Il sub-settore della linea

Questo sub-settore è quello in cui operano principalmente le imprese di cui si parlerà nel prossimo capitolo, pertanto procederò con un'analisi più dettagliata dello stesso.

Il World Shipping Council¹⁵ definisce tale sub-settore in questo modo: il trasporto marittimo di linea internazionale è una sofisticata rete di servizi regolari che trasporta merci da qualsiasi parte del mondo, in qualsiasi altra parte del mondo a basso costo e con una maggiore efficienza energetica rispetto a qualsiasi altra forma di trasporto internazionale.

La struttura, i sistemi ed i processi delle imprese che operano nel sub-settore della linea, differiscono sensibilmente da quelli che caratterizzano le imprese che svolgono il tramping sia per la maggior complessità del servizio reso (che presenta minori connotati di standardizzazione), sia per il mercato in cui tali servizi si collocano, sia per l'intensità degli investimenti di capitale che esse richiedono.

Il traffico di linea si articola su un certo numero di partenze adeguato al flusso medio del traffico che si prevede di incontrare su una certa rotta, tenendo conto delle possibili periodiche oscillazioni della domanda. Il servizio di trasporto di linea, che si effettua contro il pagamento di una tariffa di nolo prefissata in funzione della tipologia del carico, della quantità trasportata e della sua destinazione, si occupa in prevalenza di merci ricche (prodotti finiti e semilavorati) che richiedono particolari imballaggi e la stiva della nave può essere saturata da numerosi lotti di varie dimensioni (consignment) inviati da una pluralità di caricatori ad una pluralità di destinatari.

Il trasporto di linea si esplica principalmente in due aree d'affari: il trasporto containerizzato e il trasporto roll-off roll-on (detto anche ro-ro). Del secondo tipo di trasporto accenno soltanto, in quanto a noi, per lo scopo di questo lavoro, interessa solo il trasporto containerizzato.

Letteralmente il termine roll-off roll-on significa sale con le ruote e scende con le ruote ed è una tecnica di carico di una nave che non richiede l'uso di gru perché i veicoli sono automezzi e quindi salgono e scendono da soli attraverso una rampa di carico. Il traffico Ro-Ro (in passato strettamente limitato ai collegamenti con le isole e detto anche via traghetto; ora autostrade del mare) è in forte sviluppo come alternativa al tutto-strada sui lunghi percorsi sia per effetto della congestione della viabilità che per la politica di incentivi europei e nazionali. Il traffico è detto accompagnato se anche l'autista viaggia a bordo; non accompagnato se si carica solo l'autotreno/autoarticolato (l'autista viaggia in aereo) o solo il semirimorchio, che a destino sarà agganciato dal trattore di un trazionista che opera

¹⁵ Il World Shipping Council è un'organizzazione privata che raccoglie i rappresentanti delle dieci imprese di trasporto marittimo linear più grandi al mondo. Ad esso sono associate anche le imprese più piccole e di fatto questo consiglio rappresenta il 90% della capacità di trasporto marittimo mondiale. Tra le attività principali ha quella di definire degli standard comuni in modo da rendere più efficiente il settore e gestire la sicurezza dei trasporti.

localmente. Quest'ultima soluzione è ovviamente la migliore sotto il profilo economico ed ambientale.

Si tratta pertanto di rotte di trasporto molto locali e per questo motivo fuori dall'analisi del presente lavoro.

1.4. Il trasporto marittimo tramite container

1.4.1. Breve storia del Container

Il trasporto tramite container è stato il vettore della globalizzazione. L'invenzione del container risale al 26 aprile 1956 quando il primo container fu portato a bordo della Ideal X, una nave della danese Maersk, da Port Newark nel New Jersey, a Houston, Texas. Il suo inventore fu Malcolm Purcell McLean. Il container nasce come una soluzione agli alti costi di movimentazione delle merci, per evitare quindi di dover "caricare, scaricare, spostare e ricaricare migliaia di articoli" e mettere invece la merce in casse da trasportare (Levinson, 2006). L'idea era già stata introdotta, infatti alla fine del XIX secolo, le ferrovie francesi e britanniche provarono ad usare un antenato del container attuale – in legno – per trasportare mobili e, con delle gru, spostarli dai pianali ferroviari su carretti trainati da un cavallo. Nel corso del secondo dopo guerra in molti provarono ad adottare soluzioni simili, ma nessuna si diffuse mai e il problema delle varie soluzioni fu che non erano compatibili tra loro. Se una compagnia di trasporti ferroviari usava dei container non adattabili al trasporto su ruote il problema di scaricare e caricare a mano si ripresentava comunque al termine di una tratta.

Tuttavia, nel 1962, il trasporto con container non era ancora molto diffuso, la maggior parte delle merci veniva trasportata su camion, carri merci o nelle stive di navi semplicemente – questo perché, secondo Levinson, i vertici dell'industria marittima nazionale, un settore molto legato alla tradizione, non erano ancora convinti del potenziale del container sul futuro del commercio. Fu il settore militare, come spesso accade, a farsi veicolo dell'innovazione. L'azienda di Malcolm McLean forniva infatti l'esercito americano di stanza in Germania Ovest e riuscì così a far conoscere la sua innovazione nei porti dell'Atlantico, ma fu durante la guerra del Vietnam che si ebbe la vera svolta, quando Malcolm vinse l'appalto per rifornire l'esercito ed ebbe l'idea, dato che al ritorno i container sarebbero stati vuoti, di far tappa in Giappone (in forte crescita economica all'epoca) per rifornirsi di merci da vendere poi in Patria. I giapponesi iniziarono anche loro ad avvalersi di tale mezzo di movimentazione delle merci. Dopo due anni, il tonnellaggio di container che viaggiavano tra Giappone e California

corrispondeva a due terzi di quello del Nord Atlantico. Nel giro di tre anni invece, quasi un terzo delle esportazioni giapponesi verso gli Stati Uniti utilizzava i container e lo stesso valeva per quelle dirette verso l'Australia.

La Maersk Line, di A.P. Møller, costruì la sua prima nave portacontainer nel 1973 – diciassette anni dopo l'Ideal-X e sette anni dopo che il trasporto via container avesse invaso l'Atlantico – e tale azienda nel 2005 possedeva. L'incredibile sviluppo del commercio su lunghe distanze grazie alla cosiddetta rivoluzione del container non era stato previsto da nessuno. Mezzo secolo dopo l'introduzione dell'Ideal-X, circa 300 milioni di container da 20 piedi solcano gli oceani ogni anno e il 26% di questi è di origine cinese (Levinson, 2006). Malcom McLean non fu l'inventore del container né delle spedizioni tramite container. La sua intuizione però, negli anni Cinquanta, fu radicale: comprese che l'industria delle spedizioni movimentava carichi, non navi e che per ridurre i costi delle spedizioni non bastava una cassa in metallo ma un intero sistema completamente nuovo di gestione (Levinson, 2006).

Il culmine dell'efficienza di quest'innovazione logistica consiste nell'aver reso possibile lo sviluppo e la diffusione del trasporto intermodale, grazie al quale le merci contenute in unità di carico vengono trasportate con due o più mezzi di trasporto, senza manovrare la merce nei vari passaggi da un mezzo all'altro. Per illustrarne il funzionamento, Crainic e Kim (2007)¹⁶ fanno l'esempio di una catena intermodale in cui i container carichi lasciano il magazzino di origine via camion per poi dirigersi o direttamente al porto o al deposito ferroviario dove un treno trasferisce le merci al porto. Nel porto, si caricano i container sulla nave che trasporterà i container in un porto di un altro continente, dal quale arriveranno alla destinazione finale con una combinazione di mezzi di trasporto – camion, treno, navigazione costale o di fiume. In questo processo, sono coinvolti molti terminal intermodali – cioè un terminal che può accomodare diversi mezzi di trasporto. Il trasporto di container è cresciuto in modo rilevante negli ultimi decenni. Il trasporto tramite container ha conosciuto una crescita nei volumi impressionante negli anni, spinta dai vantaggi offerti dalla standardizzazione, che ha garantito un certo grado di sicurezza e minimizzazione delle perdite e dei danni e ha soprattutto permesso di ridurre i tempi di gestione andando così a determinare un sistema dei trasporti internazionale intermodale ed efficiente, capace anche di promuovere la crescita del settore dei trasporti e del commercio internazionale.

¹⁶ Crainic T.D. and Kim K.H., (2007) "Intermodal Transportation", in *Handbooks in Operations Research & Management Science*, Vol. 14.

1.4.2. Il settore del trasporto containerizzato

Nel 2015, traffico containerizzato totale in tutto il mondo ha registrato un significativo rallentamento, con volumi in aumento del 2,4 per cento fino a raggiungere 175 milioni di teu.

I volumi sulle principali rotte del percorso est-ovest sono aumentati di circa il 1,2 per cento nel 2015, raggiungendo 52,5 milioni di teu (tabella 1.1 e grafico 1.7). La crescita è stata limitata dalla performance negativa (-2,2 per cento) sulla rotta di picco (headhaul¹⁷) del commercio Europa-Asia, il che riflette una più debole domanda di importazioni in Europa, una maggiore regolazione delle rimanenze di vendita al dettaglio, un euro debole e l'impatto negativo delle misure coercitive unilaterali sul volume delle importazioni in Federazione Russa.

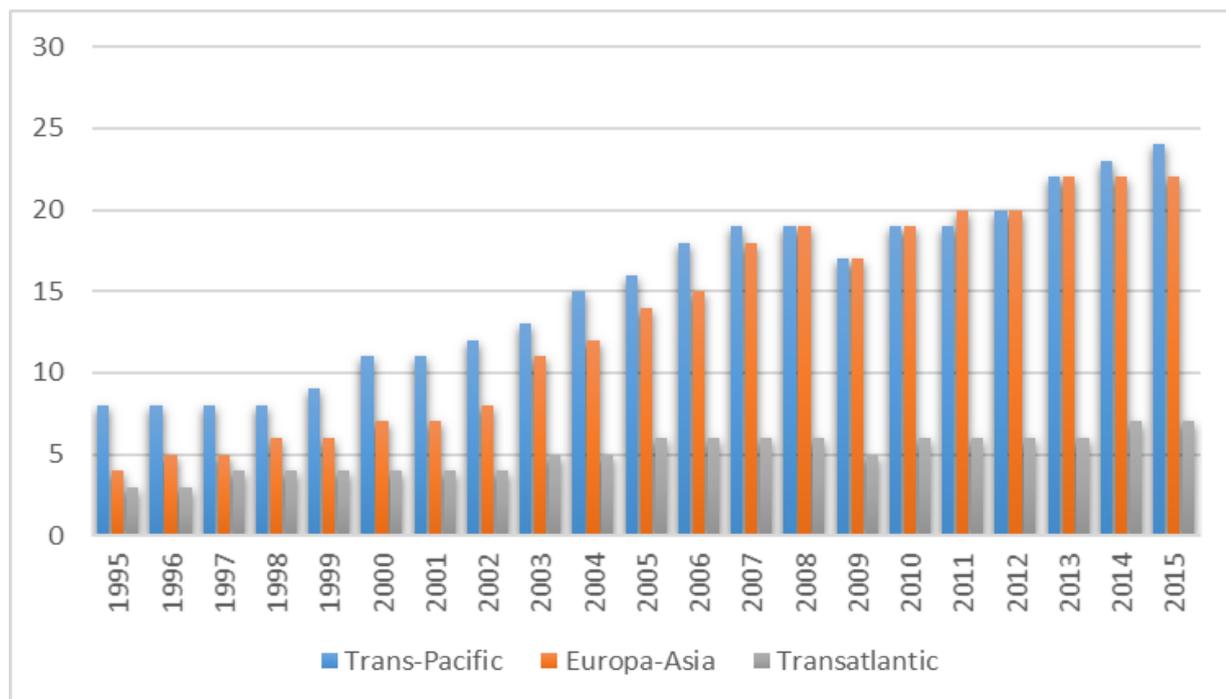
Il declino nel 2015 del traffico containerizzato europeo sembra in contrasto con i dati indicanti la crescita del commercio intra-europeo, il quale ha superato la crescita del commercio tra l'Unione europea e il resto del mondo. Mentre le importazioni intraregionali sono cresciute dell'1,4 per cento, le importazioni dal resto del mondo sono rimaste piatte. La quota delle importazioni intraregionali sulle importazioni europee totali è passata dal 60 per cento nel 2007 al 65 per cento nel 2015 (Danish Ship Finance, 2016).

Tabella 1.1 Entità del commercio tramite container in milioni di Teu sulle maggiori rotte del commercio Est-West

	Trans-Pacific		Europe-Asia		Transatlantic	
	Asia orientale-Nord America	Nord America-Asia orientale	Asia-Europa	Europa-Asia	Europa-Nord America	Nord America-Europa
2014	15,8	7,4	15,2	6,8	3,9	2,8
2015	16,8	7,2	14,9	6,8	4,1	2,7
% di variazione	6,6	-2,9	-2,2	0	5,4	-2,4

¹⁷Il termine si riferisce al traffico in movimento lungo una rotta che presenta volumi più alti di quelli medi. Esso si applica a situazioni in cui v'è un maggiore volume di traffico in una direzione (Head Haul) rispetto alla direzione opposta (Back Haul).

Grafico 1.7 Entità del commercio tramite container sulle principali rotte della linea Est-West in milioni di TEU (1995-2015)



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trans-Pacific	8	8	8	8	9	11	11	12	13	15	16	18	19	19	17	19	19	20	22	23	24
Europa-Asia	4	5	5	6	6	7	7	8	11	12	14	15	18	19	17	19	20	20	22	22	22
Transatlantic	3	3	4	4	4	4	4	4	5	5	6	6	6	6	5	6	6	6	6	7	7

Sulla rotta commerciale Trans-Pacifica, la domanda ferma negli Stati Uniti ha sostenuto i volumi degli scambi, con una crescita complessiva del 3,6 per cento nel 2015. Tuttavia, mentre la crescita sulla headhaul è stata particolarmente forte - al 6,6 per cento - il commercio sul backhaul è calato del 2,9 per cento.

Un dollaro forte e l'aumento della spesa dei consumatori hanno amplificato negli Stati Uniti le importazioni dalla Cina e Vietnam.

I volumi sulle rotte commerciali Nord-Sud sono aumentati del 1,4 per cento nel 2015, raggiungendo 30,8 milioni di teu. La crescita limitata riflette la debolezza della domanda di trasporto di container in Africa e in America Latina derivanti da, tra gli altri fattori, disordini politici in un certo numero di paesi del Nord Africa, la recessione in Brasile (Danish Ship Finance, 2016). Il commercio intraregionale tramite container si è espanso ad un tasso del 3,1 per cento nel 2015. Il commercio intra-asiatico - che rappresentano più di due terzi del totale - è cresciuto del 2,9 per cento, in calo dal 6 per cento nel 2014. La decelerazione riflette la situazione in Cina e il calo delle importazioni in altre economie in Asia, come l'Indonesia e Giappone. Il commercio intra-asiatico ha continuato ad essere sostenuto, comunque, dalla delocalizzazione dei centri di produzione dalla Cina ad altre aree in Asia e da un aumento

delle importazioni nelle Filippine, la Repubblica di Corea e Vietnam (Clarksons Research, 2016).

Nonostante dai dati appena esposti si evinca una crescita dei volumi trasportati, in linea con la crescita del commercio in generale e dell'economia esposta nei paragrafi precedenti, il settore del trasporto marittimo sta attraversando una seria crisi, con ricavi che calano anno dopo anno.

La struttura competitiva del mercato si può classificare come un oligopolio, in quanto nonostante le imprese operanti al mondo siano un centinaio, le prime 5 cinque di queste controllano il 50% dell'offerta di trasporto in termini di TEU esistenti. Anche un altro settore collegato, quello dei terminalisti (imprenditori pubblico o privati che gestiscono un'area portuale per far attraccare le navi e movimentare le merci) è caratterizzato da questo fatto in cui i primi cinque operatori controllano il 50% della capacità di caricazione/scaricazione dei TEU a livello mondiale.

1.4.3. Principali operatori nel trasporto marittimo internazionale tramite container

Il mercato del trasporto marittimo internazionale, come già accennato è molto concentrato e presenta la detenzione della maggior parte delle quote di mercato da parte di poche imprese. Di seguito propongo una lista dei sei maggiori operatori mondiali, ordinati dal più grande in termini di navi a loro disposizione.

- **A.P. MOLLER-MAERSK GROUP**

Il gruppo Maersk è una società danese che offre trasporti transoceanici in tutte le parti del mondo. Infatti, serve i suoi clienti mediante 306 uffici locali in 114 nazioni. Impiega una forza lavoro di 7.600 marinai e 21.600 dipendenti di terra e ha a sua disposizione ben 632 navi, sia di proprietà che noleggate, con una capacità di carico di 3.3 million TEU (Twenty-Foot Equivalent Unit).

Offre i suoi servizi attraverso diversi brand: Maersk Line, Safmarine, SeaLand (Intra-Americas), MCC Transport (Intra-Asia) e Seago Line (Intra-Europe).

Di seguito una tabella con riassunti i principali dati estratti dal suo ultimo bilancio consolidato¹⁸.

Dati in milioni USD \$	2016	2015	2014	2013	2012
Perdita/Utile	-1.897	925	5.195	3.777	4.038
Fatturato	35.464	40.308	47.569	47.386	49.491
Totale attivo	61.118	62.408	68.844	74.509	72.396
Equity	32.090	35.739	42.225	42.513	39.324
Cash flow dalle attività carat.	4.326	7.969	8.761	8.909	7.041
ROE	-5.91%	2.59%	12.03%	8.88%	10.27%

- **MSC MEDITERRANEAN SHIPPING COMPANY S.A.**

Mediterranean shipping company s.a.¹⁹ è un'impresa con sede a Ginevra fondata da Gianluigi Aponte originario della penisola Sorrentina nel 1.970 e ancora ad oggi proprietà della famiglia Aponte. Annovera 480 agenzie sparse in 150 Paesi al mondo ed impiega 60.000 persone. A disposizione ha 494 navi portacontainer con una capacità di carico complessiva di 2.6 milioni di TEU.

Essendo un'impresa privata senza partecipazione diffusa, non ha alcun obbligo a pubblicare il bilancio annuo o a farlo certificare, pertanto i pochi dati contabili che lascia trapelare non sono verificabili e non possiamo sapere quale sia effettivamente la salute economica di quest'impresa.

- **CMA CGM S.A.**

CMA CGM s.a.²⁰ è un'impresa francese con sede a Marsiglia fondata nel 1978 da Jacques Saadé; l'impresa nasce come attività a conduzione familiare, facendo il salto a società per azioni quando nel 1996 il governo francese decide di privatizzare la società pubblica Compagnie Générale Maritime (CGM) e scelse la società del Sig. Saadé per questo, facendo nascere il gruppo CMA CGM s.a.

¹⁸ Bilancio consolidato consultato dal sito dell'impresa: <http://investor.maersk.com/financials.cfm>

¹⁹ Trattasi di forma sociale Svizzera denominata Società Anonima, forma sociale più diffusa, insieme alla ditta individuale, in Svizzera. Elemento principale di tale tipo societario è la responsabilità limitata degli azionisti (o dell'azionista, in quanto si può costituire anche in forma unipersonale) per i debiti contratti dalla società, i quali pertanto rischiano solamente i conferimenti effettuati.

²⁰ La sigla S.A. significa Société Anonyme, equivalente francese dell'italiana Società per azioni.

Annovera 600 agenzie sparse in 160 Paesi al mondo ed impiega 29.000 persone, di cui ben 4.500 nella sola Francia. A disposizione ha 441 navi portacontainer, sia di proprietà che noleggiate, con una capacità di carico complessiva di 2.2 milioni di TEU.

Di seguito una tabella con riassunti i principali dati estratti dal suo ultimo bilancio consolidato²¹.

Dati in milioni USD \$	2016	2015	2014	2013	2012
Perdita/Utile	-452	586	611	430	360
Fatturato	15.977	15.674	16.739	15.901	15.923
Totale attivo	18.656	14.275	14.363	14.276	13.640
Equity	4.927	5.405	4.995	4.451	4.039
Cash flow dalle attività carat.	323,9	1.381,8	1.100	984	984
ROE	-9.17%	10.84%	12.23%	9.66%	8.91%

- **COSCO Shipping Lines co., LTD**

COSCO è una compagnia con sede a Shanghai in Cina ed offre servizi di trasporto tramite container a livello nazionale ed internazionale, oltre ad altre tipologie di trasporti marittimi e a servizi ad essi collegati. Il gruppo nasce dalla fusione tra COSCO e China shipping, avvenuta nel corso del 2016, e grazie ad essa l'azienda può ora contare su di una flotta di 312 navi, sia di proprietà che noleggiate, con una capacità di trasporto complessiva di 1.7 milioni di Teu.

Di seguito una tabella con riassunti i principali dati estratti dal suo ultimo bilancio consolidato²².

Dati in milioni USD \$	2016	2015	2014	2013	2012
Perdita/Utile	275	454	312	717	354
Fatturato	556	550	870	798	735
Totale attivo	6.786	7.671	7.616	7.551	7.363
Equity	4.765	5.171	5.058	4.843	4.217
Cash flow dalle attività carat.	300	391	464	476	427
ROE	5.77%	8.78%	6.17%	14.80%	8.39%

²¹ Bilancio consolidato consultato dal sito dell'impresa: <https://www.cma-cgm.com/finance>.

²² Bilancio consolidato consultato dal sito dell'impresa:

http://www.coscopac.com.hk/en/investor.php?action=report&class_id=44.

- EVERGREEN MARINE CORP.

Evergreen Group nacque con la costituzione di Evergreen Marine Corporation (EMC) da parte di Yung-Fa Chang il 1 settembre 1968 e ha attualmente sede in Taiwan. Fanno parte del gruppo diverse compagnie di shipping: Evergreen Marine (UK) Ltd, Italia Marittima SpA, Evergreen Marine (Hong Kong) Ltd and Evergreen Marine (Singapore) Pte Ltd; nel 1999 fonda una scuola per la conduzione ecosostenibile e in sicurezza della navigazione denominata Evergreen Seafarer Training Center (ESTC). La flotta complessiva di questa impresa annovera 187 navi portacontainer, sia di proprietà che noleggate.

Di seguito una tabella con riassunti i principali dati estratti dal suo ultimo bilancio consolidato²³.

Dati in milioni Taiwan \$	2016	2015	2014	2013	2012
Perdita/Utile		-4.739	2.035	-2.046	-211
Fatturato		133.813	144.284	139.216	141.026
Totale attivo		192.652	188.935	174.352	155.199
Equity		61.294	64.836	60.169	60.759
Cash flow dalle attività carat.		5.219	11.196	2.208	7.542
ROE		-7.73%	3.14%	-3.4%	-0.35%

- HAPAG-LLOYD

La storia di questa società inizia molto lontano, quando il 27 maggio 1847, date le condizioni favorevoli per l'emigrazione, la Conferenza degli armatori navali e commercianti della Borsa di Amburgo fondano Il Hamburg-Amerikanische Packetfahrt-Actien-Gesellschaft o Hapag per breve. Adolph Godeffroy diventa il suo primo direttore. Il suo scopo è quello di gestire un sistema più veloce e affidabile di trasporti lineari tra Amburgo e New York. Nel 1970 la società si fonde con la North German Lloyd, società tedesca di trasporti marittimi e nasce l'attuale Hapag-Lloyd AG, con sede ad Hamburg e Bremen.

²³ Bilancio consolidato consultato dal sito dell'impresa: http://www.evergreen-marine.com/tbf1/jsp/TBF1_FinancialReports.jsp.

La flotta consiste in 168 navi, sia di proprietà che noleggate, una forza impiegatizia di 9.300 persone distribuite in oltre 360 località in 121 paesi.

Di seguito una tabella con riassunti i principali dati estratti dal suo ultimo bilancio consolidato²⁴.

Dati in milioni €	2016	2015	2014	2013	2012
Perdita/Utile	-93.1	113.9	-604	-97	-128
Fatturato	7.734	8.842	6.808	6.567	6.844
Totale attivo	11.331	11.079	10.108	6.950	6.851
Equity	5.058	5.046	4.170	2.915	3.114
Cash flow dalle attività carat.	417	572	377	67	133
ROE	-1.84%	2.26%	-14.48%	-3.33%	-4.11%

²⁴ Bilancio consolidato consultato dal sito dell'impresa: <https://www.hapag-lloyd.com/en/ir/publications/financial-report.html>.

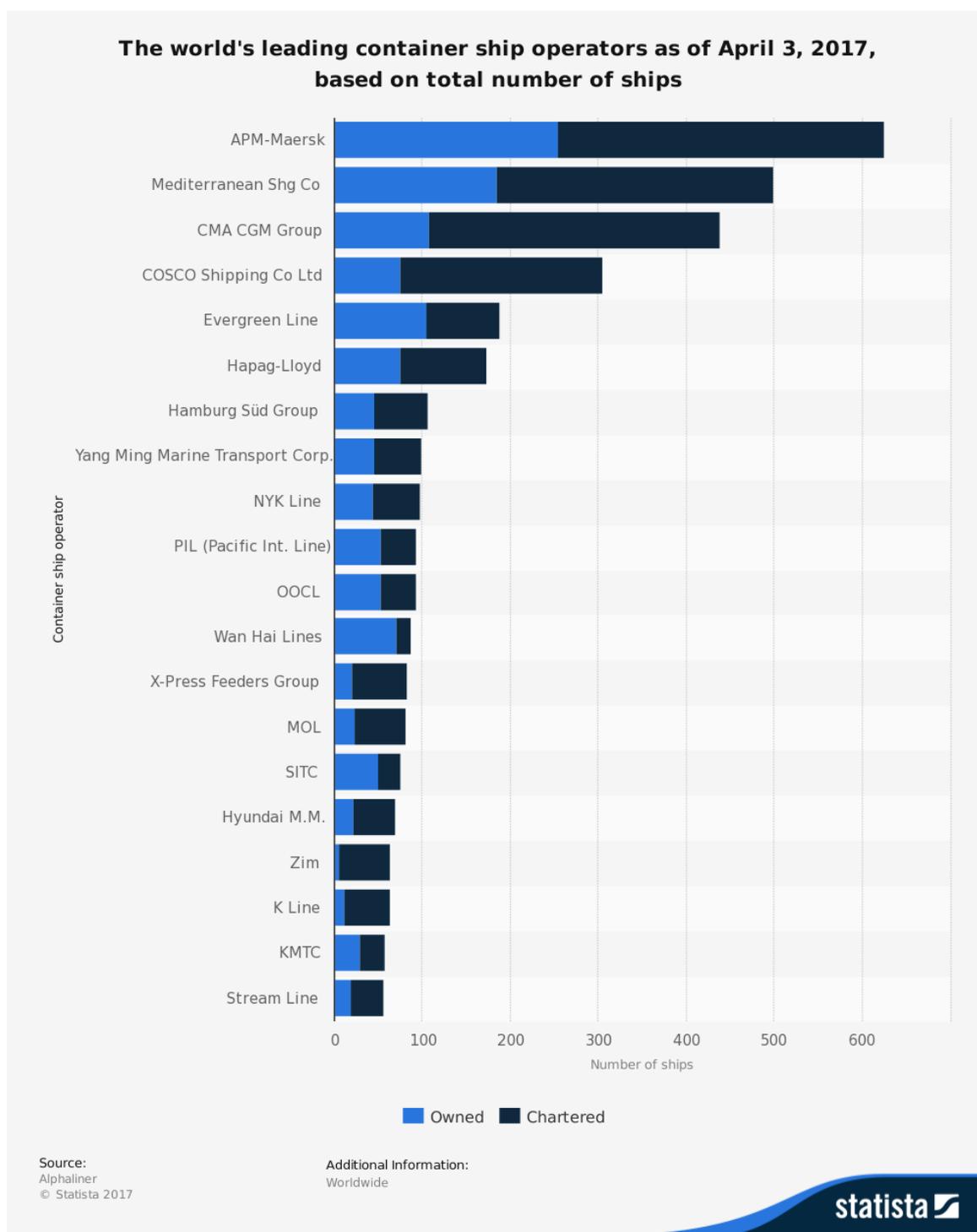


Grafico 1.8 Classifica delle imprese di shipping in base al numero di navi portacontainer a loro disposizione, 3 aprile 2017²⁵

1.4.4 Una prima analisi del settore

Guardando i dati economici esposti brevemente qui sopra si potrebbe avere l'impressione di un settore in salute, ma se si va a verificare le variazioni da un anno all'altro allora si capisce che in realtà nessuna imprese tra le maggiori sta crescendo, anzi si può affermare che il settore

²⁵ Fonte: www.statista.com

dei container, ed in realtà anche dell'intero shipping marittimo che comprende anche il trasporto delle petroliere e delle "rinfuse" (carbone, granaglie, coils di acciaio, minerale ferroso stia affrontando una profonda e costante crisi.

Per giustificare quanto affermo porto di seguito una tabella in cui si possono leggere le variazioni da un anno al precedente dei ricavi per le imprese analizzate nel paragrafo precedente.

Operatore	2016	2015	2014	2013
Maersk Line	-12,02%	-15,26%	0,39%	-4,25%
CMA CGM	1,93%	-6,36%	5,27%	-0,19%
Cosco	1,09%	-36,78%	9,02%	
evergreen		-7,26%	3,64%	-1,28%
Hapag	-12,53%	29,88%	3,67%	-4,05%
Media	-5,38%	-7,16%	4,40%	-2,44%

Operatore	2016	2015	2014	2013	2012
Maersk Line	35.464,00	40.308,00	47.569,00	47.386,00	49.491,00
CMA CGM	15.977,00	15.674,00	16.739,00	15.901,00	15.932,00
Cosco	556,00	550,00	870,00	798,00	354,00
evergreen		133.813,00	144.284,00	139.216,00	141.026,00
Hapag	7.734,00	8.842,00	6.808,00	6.567,00	6.844,00

Tabella 1.2 Variazione dei ricavi

Purtroppo non esistono dati consolidati del settore, ma varie ricerche calcolano che per i soli container le perdite siano state di non meno di 15 miliardi di dollari (nel 2016), il quarto anno consecutivo con i bilanci in rosso.

Nils Anderson, Ceo di Maersk, ha recentemente affermato «È peggio che nel 2008». L'indice Dry Baltic²⁶ che misura l'andamento del settore, è sceso da quota 1201 del 6 agosto 2015 ai 624 del 23 maggio 2016, ed era sprofondato fino a 290 il 10 febbraio dello stesso anno (cfr.

²⁶ Il Baltic Dry Index (BDI) è un indice dell'andamento dei costi del trasporto marittimo e dei noli delle principali categorie delle navi dry bulk cargo. Malgrado il nome, esso raccoglie i dati delle principali rotte mondiali e non è ristretto a quelle del Mar Baltico.

Esso raccoglie le informazioni relative alle navi cargo che trasportano materiale "dry", quindi non liquido (petrolio, materiali chimici, ecc) e "bulk", cioè sfuso. Riferendosi al trasporto delle materie prime o derrate agricole (carbone, ferro, grano, ecc) costituisce anche un indicatore del livello della domanda e dell'offerta di tali merci. Per queste sue caratteristiche viene monitorato per individuare i segnali di tendenza della congiuntura economica.

L'indice BDI è espresso in dollari Usa; pertanto il suo andamento può essere influenzato dal trend del cambio della valuta statunitense.

grafico 1.6), il livello più basso di tutti i tempi, non a caso in coincidenza con il livello minimo dei prezzi del petrolio (28,4 dollari al barile Brent negli stessi giorni)²⁷.

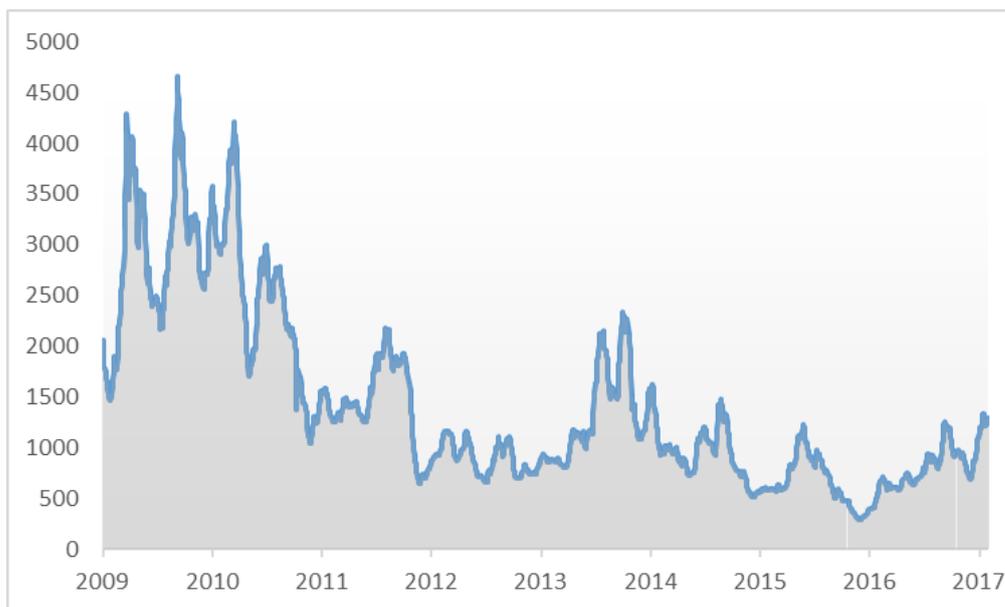


Grafico 1.6 Andamento del Dry Baltic Index, 2009-2017²⁸

Ma quali sono i motivi di questa crisi?

Per riuscire a capire la situazione in cui versa oggi questo settore è necessario ripercorrerne brevemente la storia, in quanto i problemi che ora le grandi e piccole imprese del settore si trovano ad affrontare sono frutto di scelte effettuate negli anni scorsi, quando l'andamento dell'economia globale ha fatto sì che si creasse la bolla che ora sta veramente per esplodere.

²⁷ Perché Nils Anderson ha sottointeso una relazione tra il prezzo del petrolio e il BDI? Il motivo è che tale relazione esiste, anche se nascosta. Infatti il prezzo del petrolio è una delle variabili esogene utilizzate per il calcolo dell'indice in quanto tende a misurare il costo per il vettore per effettuare il viaggio. Se il prezzo del petrolio cala, il costo per il vettore diminuisce, il BDI diminuisce anch'esso in quanto essendo esterno alle decisioni imprenditoriali si aspetta che al calare dei costi sostenuti cali anche il prezzo richiesto. Tuttavia, essendo il BDI influenzato anche da molte altre variabili esogene, come il prezzo delle materie prime, un calo generalizzato del prezzo del petrolio e delle materie prime fa sì che il BDI, e quindi il prezzo che chi deve trasportare pretende da chi trasporta, possa calare al di sotto del break even point delle imprese trasportatrici; situazione che si sta verificando in questo particolare momento storico del 2016 e inizio 2017.

²⁸ Fonte: www.quandl.com

CAPITOLO SECONDO

IDENTIFICAZIONE DEI PROBLEMI

2.1. Il periodo della crescita senza limiti

Il settore dei trasporti marittimi è stato il primo a beneficiare della globalizzazione e del suo ritmo incessante, che ha fatto girare nel mondo sempre più merci e sempre più velocemente. Quando la Cina è ascesa al suo, ormai dismesso, ruolo di fabbrica del mondo, questo settore ha avuto una crescita annua fenomenale (vedi tabella 2.1), fino alla crisi finanziaria perlomeno.

Durante questa "epoca d'oro" dell'industria marittima, i freight rate²⁹ in tutte le principali tratte di navigazione ha raggiunto picchi elevati. L'industria ed in particolare il settore dei contenitori erano sommersi da liquidità; le banche ne hanno prestato ingenti quantità a prezzi molto competitivi ai proprietari di navi che presentavano piani di espansione molto aggressivi per conquistare ulteriori quote di mercato. I terminal marittimi stavano anch'essi registrando una crescita record dei traffici, grazie soprattutto all'insaziabile domanda di tutti i tipi di beni e materie, sostenuta in particolare dalla spettacolare crescita dei paesi c.d. BRIC (Brasile, Russia, India e Cina).

Tra il 2002 e il 2004, come mostrato nella tabella 2.1, la domanda per il trasporto tramite container è cresciuta a ritmi più veloci rispetto all'offerta, e questo ha portato tutti gli operatori ad ordinare più navi, in modo da coprire il mercato. Tuttavia solitamente le nuove navi vengono consegnate in un periodo tra due o tre anni dall'ordine, e questo è un grave limite per gli operatori navali in quanto non possono reagire prontamente alle variazioni di domanda. Infatti si può notare che dal 2006 l'offerta di trasporto cresce ad un ritmo più veloce rispetto alla domanda! Questo fa sì che la consegna dei nuovi vascelli ordinati pochi anni prima, quando l'ordine risultava conveniente, diventino un surplus nel momento in cui escono dai cantieri navali e diventano disponibili. In definitiva si creò una situazione di sovracapacità produttiva nel settore.

²⁹ Termine inglese per indicare il costo di trasportare un certo carico da un punto A ad un punto B. Influenzato da molte variabili, tra cui il peso, la dimensione la forma del carico, la distanza da effettuare, ecc.

Tabella 2.1 Crescita della domanda e offerta nel settore dei container 2000-2010 (tassi di crescita annui).³⁰

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Domanda	10,7	2,4	10,5	11,6	13,4	10,6	11,2	10,9	4,4	-9,7	5,4
Offerta	7,8	8,5	8,0	8,0	8,0	10,5	13,6	11,7	10,9	5,2	5,2

Questo grave problema di sovra-capacità è il principale, e ad avviso di chi scrive, il principale fautore della crisi che il settore sta affrontando. Crisi, tra l'altro, che può essere definita paradossale, in quanto è evidente che il mercato sia in crescita e non più in recessione, tuttavia gli operatori hanno i bilanci in negativo soprattutto a causa della diminuzione dei ricavi (si veda nel capitolo primo la tabella 1.2). In definitiva il mercato affronta una situazione in cui il lavoro aumenta ma la remunerazione cala! Di seguito si proverà a spiegare come questo paradosso sia possibile. Tuttavia, seppur la sovra-capacità produttiva del settore sia la causa della crisi, questo non è l'unico problema, in quanto ci sono una serie di ripercussioni a catena su altri mercati, in particolare quello bancario, che seppur non ancora avvenute, potrebbero esplodere e portare la crisi, iniziata nel trasporto marittimo, ad espandersi anche in questi altri settori. Pertanto nel presente capitolo dopo aver analizzato il problema scatenante proverò ad illustrare gli altri inconvenienti a cui potremmo assistere se la bolla dei container dovesse esplodere definitivamente.

2.1 Capacità produttiva

Le navi porta-container non sono mai state più grandi di quelle attuali e allo stesso tempo i freight rates sono stati raramente inferiori.

L'eccesso di fornitura del tonnellaggio trasportabile è il risultato delle decisioni di investimento passate e di una crescita della domanda più lenta del previsto, come accennato infra. Quando le navi che entrano oggi sul mercato sono state ordinate, i nuovi proprietari si aspettavano che l'economia fosse più forte.

Le singole imprese di trasporto rispondono in genere ad una simile situazione cercando di ridurre i costi e di aumentare le quote di mercato, spesso investendo in moderne navi porta-container di grandi dimensioni per risparmiare i costi del carburante e raggiungere economie di scala e cercano allo stesso tempo fusioni con altri operatori per controllare meglio il mercato, necessario per riempire le nuove navi sempre più grandi. Tutto ciò ha senso se

³⁰ Fonte: UNCTAD Review of Maritime Transport 2009, updated con dati da Clarkson Container Intelligence Monthly January 2010. Year 2010.

guardato da una prospettiva individuale dell'azienda, ma se adottiamo una prospettiva di mercato notiamo tre ulteriori considerazioni non propriamente positive riguardo il sovrainvestimento, che per quanto non possano essere intuitive a chi è avvezzo alla materia è il caso di ricordare.

In primo luogo, le vecchie navi possono essere sostituite, ma difficilmente escono dalla sfera di proprietà dell'impresa. Di solito la sovraccapacità rimane, a meno che le navi non più necessarie non vengano demolite. Tuttavia la maggior parte della flotta di navi porta-container è troppo giovane per esserlo e farlo avrebbe ripercussioni pesanti sui bilanci. In definitiva il sovrainvestimento non è nell'interesse del settore del trasporto di linea.

In secondo luogo, navi più grandi possono ridurre i costi unitari per gli operatori, ma i costi complessivi del sistema non sono ridotti e potrebbero in realtà aumentare. Infatti i costi che le mega-navi comportano al sistema logistico possono tranquillamente superare i vantaggi portati all'impresa proprietaria. I costi aggiuntivi per i porti, le compagnie di assicurazione, i fornitori di trasporto terrestre e la struttura complessiva della rete (in quanto ci sono più trasbordi, ma meno servizi diretti) conducono a maggiori costi totali di sistema con l'aumento delle dimensioni dei vascelli. Ciò vale non solo per quei porti e per le rotte che devono ospitare le navi più grandi, ma, a causa di un effetto cascata, è anche rilevante in molti mercati dei paesi più piccoli e in via di sviluppo. Il sovrainvestimento pertanto non è nemmeno nell'interesse dei partner logistici del settore.

In terzo luogo, quando le navi diventano più grandi, devono essere piene di carico. Di conseguenza, c'è spazio per pochi vettori nei singoli mercati, portando ad un continuo processo di maggiore concentrazione. Mentre i tassi di trasporto più bassi possono essere vantaggiosi per gli operatori navali nel breve termine, a lungo termine c'è il serio pericolo che si formino più mercati con strutture di competitive a matrice oligopolistica. Per cui il sovrainvestimento non è nell'interesse a lungo termine degli spedizionieri, almeno non nei mercati più piccoli.

Purtroppo queste tre ragioni per non investire nell'aumento della flotta e delle dimensioni delle navi porta-container non sono rilevanti per i singoli operatori del settore. Come entità commerciale, un vettore navale deve considerare i suoi rendimenti e non accetterà di rimanere indietro rispetto ai concorrenti. Tuttavia, per alcuni vettori, le diseconomie di scala sono state sicuramente già raggiunte, poiché non possono coprire i loro costi fissi se le navi non sono ragionevolmente piene.

Dato l'arrivo sul mercato di nuove e sempre più grandi navi le compagnie sono state costrette a dismettere dall'uso quelle più vecchie, raggiungendo nel 2016 anche record sulla rottamazione di navi sempre più giovani. Questo è dovuto anche all'allargamento del canale di Panama, in quanto le navi più piccole ma della giusta stazza per il canale, c.d. Panamax ora non hanno più alcuna ragione di esistere sull'attuale mercato invaso di offerta, e vengono perciò abbandonate.

Tuttavia queste demolizioni o vendite ad un terzo del valore hanno degli effetti molto pesanti sui bilanci delle società che le effettuano, in quanto dovranno contabilizzare delle minus valenze considerevoli, dato il valore di una nave.

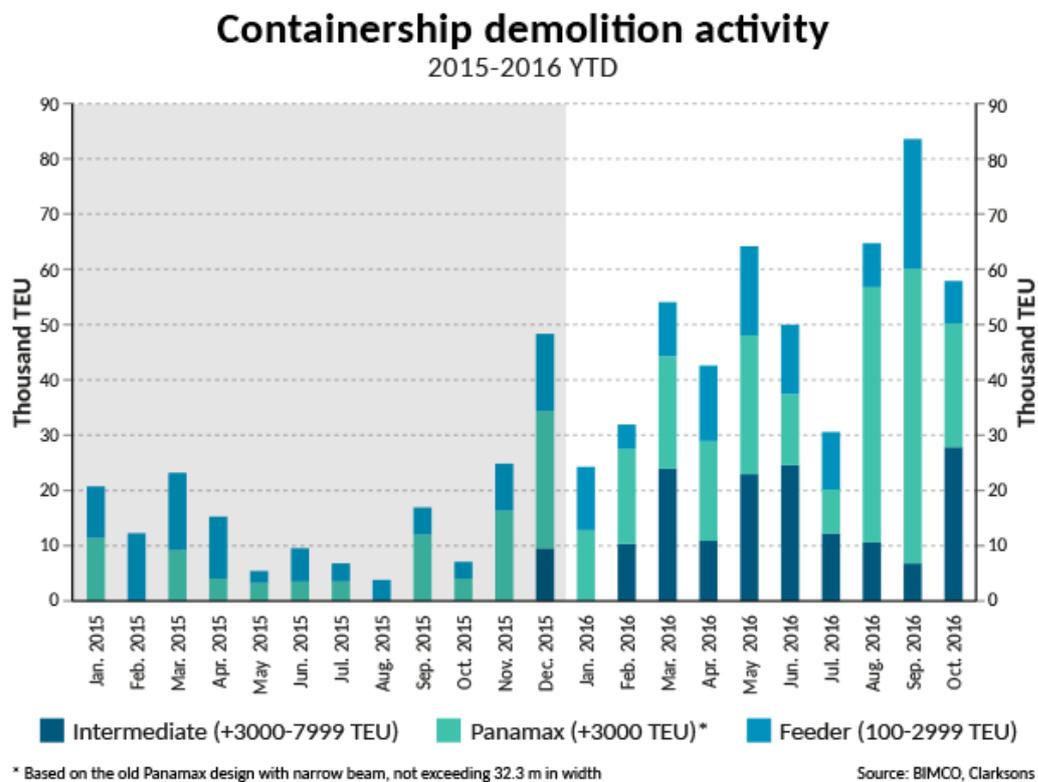


Grafico 2.1 Demolizioni dal 2015 al 2016 espresse in TEU

Al record delle dismissioni si registra in questi ultimi anni anche un record negativo negli ordini di nuove navi. Questo segnala che comunque il mercato sta cercando di reagire, seppur con anni di ritardo, al problema della sovra-capacità produttiva del settore.

Mio CGT contracted

1996 - 2016 (ytd)

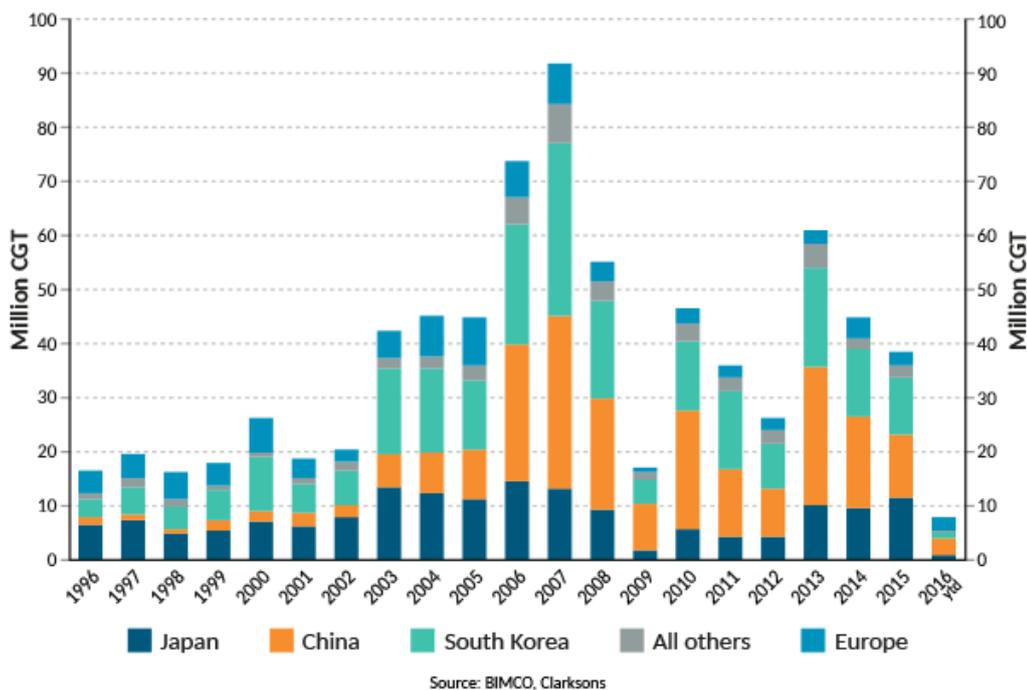


Grafico 2.2 Nuovi ordini di navi, 1996-2016, espresse in Compensated Gross Tonnage

A lungo termine, esiste un margine di ulteriore consolidamento. I partner logistici (porti e fornitori di servizi di trasporto ferroviario e ferroviario) faranno del loro meglio per adattarsi alle dimensioni crescenti delle navi e la dimensione ottimale del vaso per il sistema logistico diventerà più grande. Nel frattempo, la pressione sui tassi di trasporto marittimo continuerà e i conseguenti costi economici ridotti potrebbero aiutare l'economia globale a riprendersi, seppur causando non pochi problemi al settore dei trasporti marittimi.

2.3 Altre conseguenze del “gigantismo” settoriale

La febbre del “gigantismo” che sta affliggendo il sistema ed è una delle maggiori cause di problemi dello stesso non si è limitata alla stazza delle navi che vengono costruite ogni anno, ma per forza di cose ha influito anche su tutti i servizi di terra connessi che si sono dovuti, per poter sopravvivere, adattare, con investimenti di miliardi di dollari e che ora devono in qualche modo essere recuperati. I casi più evidenti sono l'allargamento dei canali di Suez e di Panama, di cui di seguito si parlerà.

Nella rete delle vie di trasporto marittimo ci sono alcuni passaggi obbligati che hanno valore fortemente strategico. È ben nota, per esempio, l'importanza dello stretto di Hormuz (che

separa la Penisola arabica dall'Iran), passaggio vitale per i mercati energetici del mondo intero.

Ma altrettanto importanti sono lo stretto di Malacca (tra Indonesia e Malesia, via obbligata tra Eurasia, Africa ed estremo oriente), quello di Bab el-Mandeb (che unisce il Mar Rosso con l'Oceano Indiano), quello dei Dardanelli e alcuni altri.

In tutto si tratta di una decina di passaggi strategici, tra i quali ne spiccano due molto particolari: i canali di Suez e Panama. Entrambi questi passaggi sono "obbligati" perché per evitarli occorrerebbe fare il periplo dell'Africa o del Sud America, cioè allungare il viaggio di 15-17 mila km, con ripercussioni su tempi e costi ritenuti inaccettabili nella maggior parte dei casi.

A differenza dei passaggi naturali, però, i canali di Suez e Panama presentano limiti fisici che costituiscono un vincolo crescente all'ulteriore sviluppo del trasporto marittimo.

Il canale di Suez, costruito tra il 1859 ed il 1869 su progetto del Tirolese Luigi Negrelli mette in comunicazione il Mar Rosso con il Mediterraneo. Tale canale in realtà non è unico, ma è costituito da una prima tratta che da sud verso nord mette in comunicazione il Mar Rosso con il Grande Lago Amaro. Le navi attraversano il lago e poi entrano nell'altra tratta del canale che porta fino al Mar Mediterraneo. Dopo una serie di importanti lavori di allargamento realizzati nel 2010, il Canale di Suez misurava circa 190 chilometri di lunghezza ed è largo nei punti massimi intorno ai 220 metri³¹.

Il traffico crescente degli ultimi anni ha sempre più congestionato il Canale, che spesso veniva utilizzato al massimo della sua capacità, con lunghe code di navi in attesa di passare da una parte all'altra. In alcuni punti il traffico procedeva con un senso unico alternato, perché non c'era abbastanza spazio per fare passare le navi di grande stazza una a fianco all'altra. I tempi di attesa si aggiravano spesso intorno alle 18 ore per buona parte delle navi³².

Per queste ragioni l'idea di effettuare ulteriori ed ambiziosi piani di ampliamento del canale fu proposta prima dal Rais Mubarak, poi dal presidente eletto Morsi ed infine dall'attuale Rais Al Sisi, il quale è riuscito non solo ad avviare i lavori ma a farli anche terminare in tempi record.

Il progetto ha aperto ufficialmente i cantieri a settembre 2014 ed è stato ultimato ad agosto 2015 quando la prima nave è transitata per la nuova sezione del canale. I lavori hanno

³¹ Fonte: larepubblica.it articolo web, Bernardo Valli; stradeeautostrade.it articolo web, Giuseppe Pascuzzi 13 ottobre 2016; themeditelgraph.it articolo web, Alberto Ghiara 08 giugno 2016.

³² Fonte: vedi nota 31.

consentito di raddoppiare la circolazione delle navi su 72 dei 193 chilometri della sua lunghezza, grazie all'allargamento di 37 chilometri del canale originale e lo scavo di una nuova via di 35 chilometri. Questi lavori dovrebbero ridurre da diciotto a undici ore il tempo di passaggio in un senso e da otto a tre ore nell'altro senso. Anche la frequenza del traffico è destinata a migliorare. Entro il 2023 passeranno in un giorno novantatré navi invece delle quarantanove antecedenti ai lavori. Stando alle dichiarazioni ufficiali le opere sono costate quasi 14 miliardi di euro, la metà dei quali, 7 miliardi, sarebbero stati raccolti in dieci giorni grazie all'acquisto di buoni di partecipazione da parte della popolazione egiziana³³.

Il canale di Panama è un'opera idraulica artificiale che attraversa l'istmo di Panama in America Centrale. E' lungo 81,1 km compresi i prolungamenti in mare, ed unisce l'Oceano Atlantico con l'Oceano Pacifico. Ha una profondità massima pari a 12 m, la larghezza varia tra i 240 e i 300 m nel lago Gatún, mentre è di 90–150 m nel tratto del taglio della Culebra³⁴.

Dato il dislivello tra i due oceani il canale è costituito da una serie di chiuse che permettono alle navi prima di risalire e poi di riscendere da un bacino all'altro passando per il lago Gatún. La presenza delle chiuse tuttavia è anche il principale limite di tale opera. Prima del 2016 infatti la stazza massima delle navi transitabili era di 292,68 metri di lunghezza e 32,31 metri di larghezza a causa per l'appunto delle massime dimensioni delle "conche" che, nel senso della lunghezza, sono limitate dalle porte di comunicazione tra le conche stesse.

Dal 2016 l'espansione del Canale di Panama ha portato al raddoppio della capacità del canale, permettendo il passaggio di navi più grandi. Nell'aprile 2006 si è concluso lo studio durato cinque anni per un ampliamento dell'opera idraulica. L'ampliamento è stato approvato con un referendum popolare che ha visto prevalere, con il 75,25% dei 'sì' (il 43,3% degli aventi diritto ha votato), i favorevoli all'approvazione del progetto. I lavori, iniziati nel 2007, sarebbero dovuti terminare entro il 2014, centenario dell'apertura dell'opera, per concludersi poi nel giugno 2016. Il progetto ha visto la costruzione di due nuove serie di chiuse, in corrispondenza di ciascuno degli imbocchi del canale, parallele a quelle già esistenti. Ogni serie ha tre camere. Si è proceduto inoltre allo scavo di due canali di accesso alle nuove chiuse e all'allargamento del canale di navigazione. Tuttavia anche le dimensioni delle nuove e più grandi chiuse (larghe 55 metri, lunghe 427 e profonde 18) non consentiranno il passaggio delle maggiori navi esistenti o in costruzione, che per passare da un oceano all'altro dovranno continuare a fare rotta per Capo Horn (la punta all'estremo sud dell'America Latina).

³³ Fonte: vedi nota 31.

³⁴ Fonte: ilpost.it articolo web, 29 giugno 2016.

Inoltre ci sono ragioni economiche, di competizione e di politica internazionale che portano diversi Paesi ad utilizzare Panama (da sempre sotto stretto controllo degli Stati Uniti³⁵) solo perché non esistono alternative, ma sarebbero felicissimi se le alternative ci fossero. Proprio per tale motivo nel 2016 è stato concluso un accordo tra il capo di Stato del Nicaragua e l'AD di un'impresa cinese privata per la realizzazione di un canale transoceanico attraverso il Paese sudamericano. Tale progetto è stato fortemente osteggiato dalla comunità internazionale per varie ragioni economiche ma il vero motivo di preoccupazione degli Stati Uniti sarebbe proprio l'influenza che la Cina avrebbe in questo progetto e nella gestione dell'eventuale canale una volta completato (infatti seppur il governo cinese non si sia impegnato nel progetto è difficile che un'impresa privata, seppur con disponibilità miliardarie, possa gettarsi in un'impresa simile senza il supporto del Governo).

Ora la domanda a cui si proverà a rispondere è il motivo per cui queste grandi opere possano essere un problema.

La realizzazione di queste infrastrutture è costata miliardi di dollari, 6 per l'allargamento di Panama e 14 per quello di Suez, e tali investimenti devono essere recuperati in qualche modo. Le tariffe per attraversare Panama infatti sono aumentate dopo l'allargamento³⁶ mentre quelle di Suez no.

Ora affrontiamo due discorsi distinti partendo da Suez. Le tariffe per tale canale non sono aumentate in quanto si potrebbe affermare ci sia stato solo una velocizzazione del servizio ma non un allargamento delle navi transitabili. I ricavi del canale sono addirittura diminuiti nel 2015 e ad oggi non abbiamo notizie in quanto il Governo Egiziano ha deciso di proibire alla società che gestisce il passaggio di pubblicare i dati economici come era solita fare ogni mese. Tuttavia questo fa intuire che l'opera non stia dando i frutti sperati da Al Sisi e che l'impresa possa far molta fatica a rimborsare i 7 miliardi raccolti da privati Egiziani che sono stati allettati con un tasso di rendimento del 12%! Non aiuta certo il fatto che il costo del petrolio e del bunker (il carburante principale per i trasporti navali) sia così basso, in quanto questo fa sì che sia conveniente continuare a circumnavigare l'Africa piuttosto che pagare il pedaggio all'Egitto. Per provare a recuperare "clientela" la società gestore del canale ha annunciato forti sconti sulle tariffe dal 40 al 65% per le navi provenienti dall'America e dirette in estremo Oriente o viceversa che tuttavia non facciano fermate intermedie commerciali nel

³⁵ Lo stesso stato di Panama deve la sua esistenza all'intervento degli USA contro l'allora grande Colombia che aveva negato i permessi per la costruzione del canale. Se è vero che ufficialmente il canale di Panama è tornato sotto l'esclusivo controllo dello stato di Panama dal 1999, è difficilmente credibile che gli USA abbiano abbandonato del tutto i loro interessi e influenze nascoste su questa scorciatoia fondamentale per il commercio mondiale.

³⁶ Fonte: scsinternational.it articolo web, Daniele Paolini 06 maggio 2015.

mediterraneo - le quali sarebbero infatti dovute passare comunque dal canale, mentre quelle destinatarie dello sconto potevano scegliere se passare per il Mediterraneo o Capo di Buona Speranza³⁷.

Con l'allargamento del canale di Panama, a differenza del canale di Suez, si è allargata la platea di tipologie di navi che possono affrontare il viaggio tra gli oceani. Prima dei lavori infatti le navi c.d. Panamax, cioè la stazza massima transitabile, potevano trasportare fino a 6.000 container, mentre le Neo Panamax arrivano a 12-13.000 container! Pertanto le super navi ora non sono più costrette a circumnavigare Capo Horn. Potrebbero tuttavia essere portate a scegliere di continuare ad utilizzare tale rotta, soprattutto se il costo del bunker fuel (carburante marittimo) continua a restare basso. Infatti l'opera, costata in totale 6 miliardi di dollari, è stata finanziata per il 30 per cento dalla Banca mondiale e per il resto dai pedaggi stessi. Fino a metà 2016 ammontavano a oltre due miliardi di dollari annui a fronte di oltre un miliardo di costi operativi, per un utile netto di circa 800 milioni. Pertanto secondo le stime entro il 2021, il nuovo canale dovrebbe ricavare almeno quattro miliardi (aumenterà non solo il traffico ma anche il prezzo dei pedaggi), per un utile netto di circa due miliardi di dollari. Ma quanto è il costo del passaggio medio? Non poco: 120 mila dollari, pur sempre meno caro di una circumnavigazione (anche se non è più così sicuro). Il più alto, 375 mila dollari, lo ha pagato una nave da crociera, la Norwegian Pearl. Il più basso, 36 centesimi di dollaro, un uomo, Richard Halliburton, che il canale lo attraversò a nuoto nel 1929.³⁸

La conseguenza dell'aumento delle tariffe? Le compagnie di navigazione saranno costrette a smettere di utilizzare le navi più piccole a favore di quelle più grandi, il che porta ai problemi che abbiamo già visto nel paragrafo precedente.

2.4 Problemi per le banche tedesche

Uno dei modi in cui la Germania ha pensato di rispondere alla crisi mondiale del 2009 è stato quello di incrementare le proprie esportazioni al di fuori del vecchio continente dato che l'economia europea non sembrava volersi riprendere.

Le spedizioni navali da quel Paese dunque hanno sofferto decisamente di meno di quelle di altri e anzi, la minore incidenza dei costi di trasporto (dovuto all'eccesso di capacità produttiva) sembrava favorire l'aggressiva politica di incremento delle esportazioni tedesche.

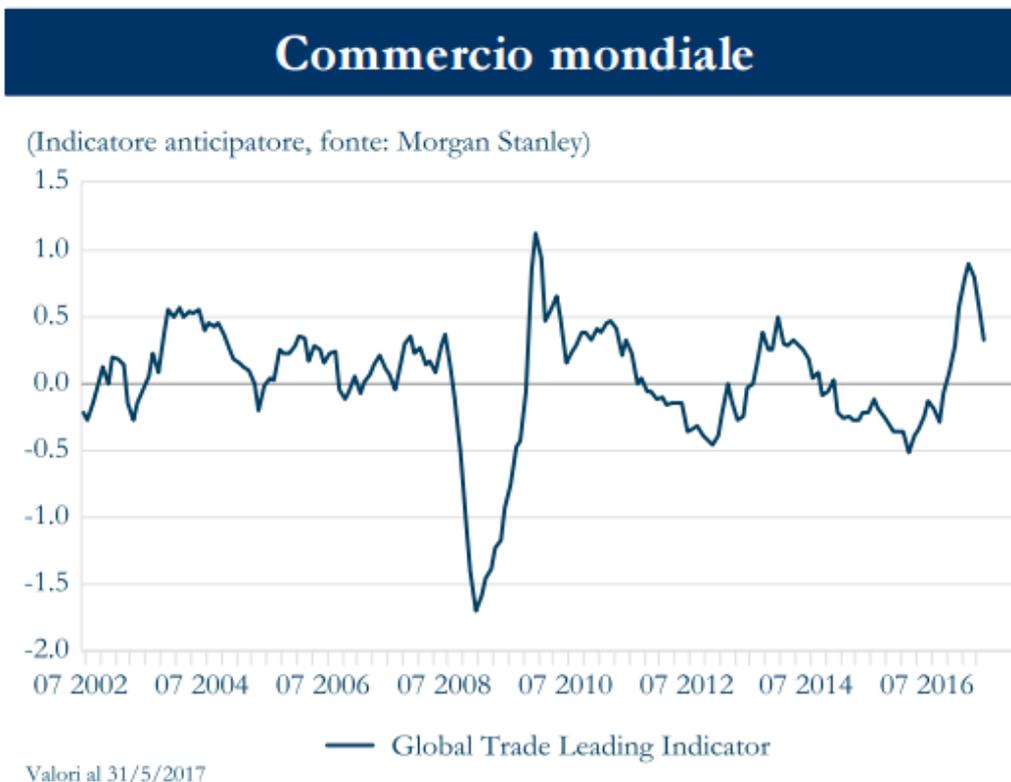
Tuttavia questo ha fatto credere alle grandi compagnie navali, soprattutto tedesche, di poter godere di un proprio vantaggio competitivo, da utilizzare per spiazzare la concorrenza

³⁷ Fonte: vedi nota 31.

³⁸ Fonte: espresso.repubblica.it articolo web, Federica Bianchi 24 giugno 2016.

internazionale anche a causa della concomitanza di tassi di interesse prossimi allo zero, per finanziare la costruzione di gigantesche nuove navi porta-container con costi impliciti di esercizio significativamente più bassi.

Anche l'apertura del nuovo canale di Panama giustificava questa mossa lasciando ritenere che l'intero sistema avrebbe raggiunto un'efficienza molto maggiore. La strategia suddetta però si basava su un assunto, in generale quanto mai ovvio, riguardante la, seppur prolungata, temporaneità del calo del commercio internazionale. Non il suo crollo strutturale che stiamo oramai registrando.



Negli ultimi anni perciò il settore del trasporto navale internazionale, invece di ridurre il numero di navi in circolazione in attesa di caricare merci (in modo da ridurre l'offerta di trasporto e far rialzare i freights rates), lo ha visto incrementare. Con l'ovvia conseguenza di una letale guerra dei prezzi, che hanno toccato il loro minimo storico verso la metà del 2016, anno in cui persino i grandi nomi storici dello shipping come Maersk o Cosco hanno registrato perdite record!

Dunque ciò che è stato positivo per l'industria tedesca (minore incidenza dei costi di trasporto sulle vendite internazionali e un avanzo primario delle esportazioni sulle importazioni di 270 miliardi di dollari nel 2016) non lo è stato invece per le banche tedesche, molte delle quali

sono risultate decisamente esposte a gravi perdite proprio sullo shipping³⁹. Le compagnie armatoriali tedesche di trasporto controllano infatti quasi un terzo della capacità di trasporto globale su container, mentre le banche tedesche sono esposte su più di un quarto di tutti i crediti navali concessi nel mondo (circa 90 miliardi di dollari). Una cosa coerente con il fatto che il prodotto interno lordo tedesco si regge per il 47% sulle proprie esportazioni, ma tale da destabilizzare non poco la solidità del sistema bancario.

Con la crisi dei noli infatti per gli armatori è diventato difficile rientrare delle linee di credito ottenute: così difficile che le Banche tedesche, secondo diversi analisti, sono virtualmente proprietarie del 29% della capacità mondiale nel settore container⁴⁰.

L'insieme delle banche tedesche vanta in totale un'esposizione di 81 miliardi di prestiti a quest'industria pesantemente indebitata. Di questi 81 miliardi ben 64 miliardi sono appannaggio di sole 5 grandi Landesbank che rischiano di vedere profonde svalutazioni dei crediti inesigibili dello shipping che eroderanno la già bassa redditività e rischiano di azzerare in alcuni casi il patrimonio. Nell'era del bail-in questa evenienza rischia di essere un nuovo grande guaio per il governo tedesco già alle prese con la crisi di Deutsche Bank⁴¹. L'allarme sull'ondata di nuove perdite in arrivo per le 5 grandi banche regionali tedesche è stato portato all'attenzione del grande pubblico dall'agenzia di rating Moody's nell'ottobre 2016, ma era noto già dai tempi della crisi finanziaria. In un report l'agenzia di rating ha evidenziato le situazioni più critiche ordinandole per i volumi record di esposizioni.

Qui di seguito riporto quanto evidenziato da Moody's in quanto da allora la situazione non è cambiata.

Le 5 Landesbank più esposte hanno prestiti al solo settore dello shipping per il 350% del loro Tier1 (il capitale di base). Con punte da far venire i brividi. La sola Dvb Bank ha concesso prestiti all'industria dei container via mare per 14,2 miliardi a fronte di un capitale di base di solo 1,1 miliardi: l'esposizione in questo caso è addirittura di 12,4 volte il suo patrimonio. La Bremer Landesbank vanta un rapporto di ben 4,7 volte il suo capitale (esposizione per 6,9 miliardi con un Tier1 di 1,5 miliardi). La Hsh, che ha già trasferito nella prima metà del 2016 ben 5 miliardi di sofferenze nello shipping a un veicolo speciale fuori bilancio, ha comunque ancora 23,9 miliardi di prestiti verso il settore con un capitale di soli 6,1 miliardi. Valori più

³⁹ Fonte: ilsole24ore.com articolo web, Fabio Pavesi 19 ottobre 2016.

⁴⁰ Fonte: themeditelegraph.com articolo web, Si. Gal. 11 febbraio 2017.

⁴¹ Negli ultimi anni il colosso bancario tedesco ha dovuto affrontare una serie di problemi legali, legati soprattutto alle accuse di riciclaggio di denaro, che sono costate all'istituto oltre 13 miliardi di multe, l'ultima da 640 milioni di euro è stata commissionata per il riciclaggio di denaro proveniente dalla mafia russa nel febbraio 2017.

“fisiologici” si riscontrano per KfW IpeX (i crediti al settore dei trasporti navali valgono 2,7 volte il patrimonio) e la NordDeutsche Landesbank Girozentral (2,3 volte il capitale). Come si vede l’esposizione è gigantesca su un settore quello dello shipping che ha da poco visto il fallimento della prima compagnia coreana e settima a livello mondiale, la HanJin shipping, crollata sotto il peso di una montagna di debiti che non era in grado di ripagare. Quei prestiti si trasformano così in sofferenze per le banche creditrici che a loro volta dovranno fare svalutazioni nei loro bilanci.

I segnali delle difficoltà sono già emersi. Sempre Moody’s nel 2016 stima che per le 5 banche regionali sotto osservazione il tasso medio delle sofferenze sullo shipping sia del 30%. Di questi 64 miliardi di volumi di prestiti concessi dalle 5 banche quasi 20 miliardi sarebbero quindi a rischio di non rientro. Se dovesse accadere si prospettano guai seri per il capitale di queste banche in quanto, stando alla recente normativa europea, si dovrebbe a questo punto ricapitalizzare sotto la morsa del bail in.

Del resto che l’esposizione al settore dei trasporti via mare fosse il Tallone d’Achille del sistema delle grandi banche regionali del Nord della Germania era noto da tempo. La stessa Hsh ancora esposta come si è visto per 23,9 miliardi ha già beneficiato in passato di una serie di misure di salvataggio pubblico, tra cui una ricapitalizzazione di 3 miliardi di euro, una garanzia di rischio di 10 miliardi di euro concessa dai Länder di Amburgo e dello Schleswig-Holstein e una garanzia di liquidità di 17 miliardi di euro.

Il governo tedesco potrebbe presto trovarsi ad affrontare le stesse difficoltà decisionali di quello italiano sul finanziare o meno un sistema bancario ammalato per via dei troppi crediti in sofferenza. Questo ovviamente solo se le grandi imprese di shipping non dovessero riprendersi.

2.5 Prezzo del petrolio

Il prezzo del petrolio è arrivato ai minimi storici in questi ultimi mesi, raggiungendo i 28,4 \$ a barile a febbraio 2016 e nei primi mesi del 2017 rimanendo sempre sotto i 50\$ al barile.

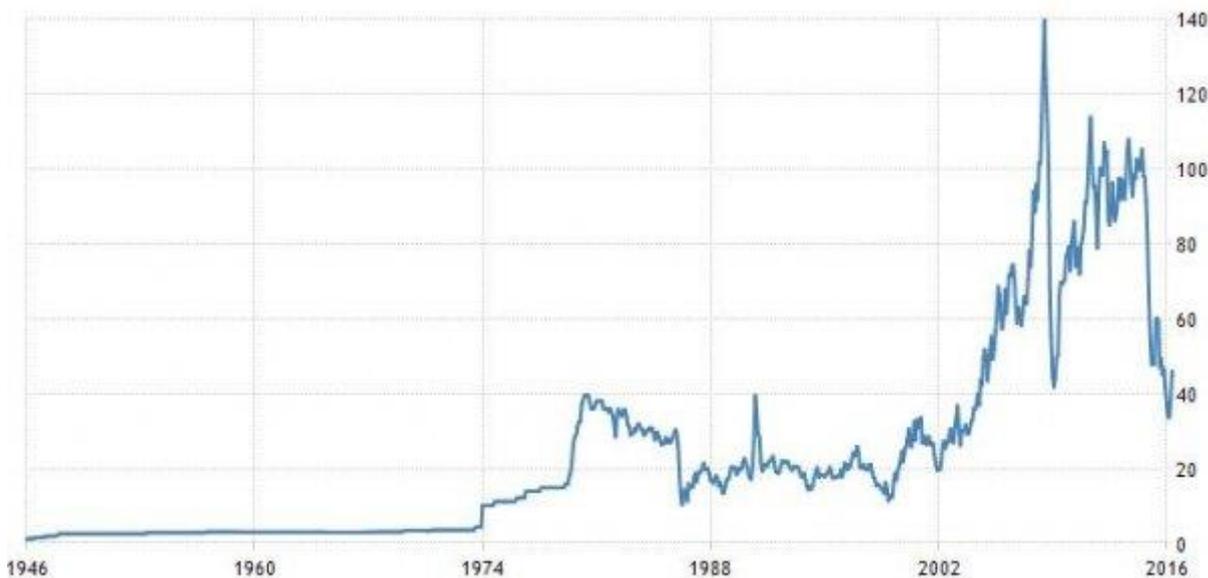


Grafico 2.3 Andamento del prezzo del petrolio WTI

Il crollo è dovuto all'aumento dell'offerta da parte degli Stati Uniti che hanno innalzato la produzione del c.d. Shale Oil nel 2016. Per far capire la situazione riporto i dati esposti nel report di dicembre di Leigh Goehring e Adam Rozenchwajg della Goehring & Rozenchwajg Associates, secondo il quale il 2016 si è chiuso con un'offerta globale di 97 milioni di barili al giorno, per una domanda che ne richiedeva 96,3 milioni. A quest'azione, di natura senz'altro politica e non economica in quanto la produzione col metodo americano ha elevati costi non di certo coperti dai prezzi raggiunti dal mercato, è seguito un accordo dei paesi OPEC, che hanno coinvolto per la prima volta nella storia anche alcune Nazioni non membri dell'organizzazione (ad esempio la Russia) per ridurre la produzione in modo da far rialzare i prezzi. Ad oggi l'effetto di questi accordi, seppur ancora in corso, non si vede; infatti sono previsti a breve altri incontri dei paesi membri dell'OPEC.

Il petrolio, come è facilmente intuibile, è la componente di costo variabile più significativa nel trasporto marittimo. Per questo motivo in questi ultimi tempi di prezzi così bassi ci si aspetterebbe che le imprese di shipping riescano ad avere dei margini molto più ampi rispetto al passato. Tuttavia non è così, anzi, se si vanno a vedere i costi operativi del 2016 non si

vedono grosse differenze rispetto al 2015 nonostante il prezzo del petrolio sia più che dimezzato.

Il motivo è che il prezzo del petrolio è davvero il componente principale dei costi variabili di un'impresa di shipping, ma la sua variazione non ha effetti così importanti come potremmo immaginare, per lo meno nel breve periodo.

Vediamo alcuni motivi per cui il prezzo del petrolio non è direttamente collegato ai costi delle imprese.

- Il carburante marittimo (denominato bunker fuel) non è il petrolio grezzo. Non c'è una diretta e completa correlazione tra i prezzi dei due elementi. Il carburante marittimo, infatti, è ciò che residua dopo l'estrazione dal petrolio degli altri carburanti molto più preziosi, come diesel e benzina, per questo motivo il MFO (Marine Fuel Oil) brucia molto rapidamente ed ha un elevato contenuto di zolfo.
- Il carburante marittimo non è facilmente trasportabile come gli altri tipi di carburante, e ciò fa sì che il suo costo vari, anche molto, da un porto ad un altro. In sintesi, il MFO tende ad avere un prezzo maggiore nei porti più piccoli, i quali ormai a causa dell'enorme concorrenza nella produzione di prodotti petroliferi hanno dismesso le loro attività di raffinazione e pertanto sono costretti a trasportare il MFO da altri porti più grandi in cui viene prodotto.
- Acquisti e previsioni quadrimestrali. La linea d'azione tipica delle imprese di shipping è quella di acquistare i carburanti in anticipo per il quadrimestre, proponendo ed ottenendo come prezzo la media dei mesi precedenti con alcuni aggiustamenti. Questo fa sì che i prezzi che le imprese sostengono per i rifornimenti reagiscano con ritardo alle fluttuazioni del prezzo del petrolio.
- Nuove regolamentazioni. Il primo gennaio 2015 è entrata in vigore la regolamentazione dell'International Maritime Organization (IMO) denominata Low Sulfur Surcharge (LSS). In estrema sintesi questa nuova regolamentazione impone ai vettori marittimi che attraversano determinate aree del Mondo denominate Emission Control Areas (ECA) di usare dei carburanti con un contenuto di zolfo pari allo 0,1% o inferiori, il che consiste in un enorme cambiamento, in quanto i carburanti utilizzati normalmente hanno una percentuale di zolfo pari allo 1,00%! Le zone ECA sono concentrate nel U.S.A., Canada ed Europa del nord, ma se altre nazioni adottassero tale standard le imprese si troverebbero costrette ad utilizzare sempre più carburanti molto più costosi!

Nonostante le considerazioni esposte qui sopra, è innegabile che l'abbassamento del prezzo del petrolio sia un bene per le imprese di shipping in termini di costo. Non è chiaro se sia un bene per l'evoluzione del settore in termini strategici invece.

Il motivo della precedente affermazione può essere individuabile nel fatto che dei prezzi del bunker fuel elevati spingono le imprese di shipping a cercare sempre maggior efficienza per risparmiare sui costi, questo si concretizza in una maggiore attenzione nella programmazione dei viaggi, in una maggiore pressione sui capitani perché rispettino le velocità giuste per consumare meno, in una maggiore attività di pressione sui costruttori di navi perché progettino vascelli sempre più efficienti dal punto di vista energetici, nello smantellamento di navi ormai obsolete e troppo costose dal punto di vista del consumo di carburante, ecc.

Un periodo di bassi prezzi del bunker fuel troppo prolungato può portare le imprese di shipping a ridurre tutti questi sforzi, magari anche a eliminare gli effetti dei progressi ottenuti negli anni scorsi, e quando arriverà il giorno in cui i prezzi torneranno a salire, perché la situazione attuale non è sostenibile per i produttori di petrolio, allora queste imprese, anche le più grandi, potrebbero farsi prendere alla sprovvista e subire ingenti danni.

2.6 Andamento dei *freight rates*

I freight rates sono il costo del trasporto di un container da un porto ad un altro, cioè il prezzo del trasporto. Esso è influenzato da una moltitudine di fattori e per questo è difficilmente prevedibile. Storicamente i freight rates hanno sempre sofferto di una forte volatilità, ma nel corso del 2016 si è verificato un vero e proprio crollo di questi prezzi.

La previsione dei freight rates non è complessa solamente per via della loro forte volatilità, ma anche della complessità con cui le imprese di trasporto lo calcolano. Non esiste infatti nessun'impresa che ha un listino prezzi pubblico al quale si attiene, ma il nolo viene calcolato di volta in volta su richiesta. Per fronteggiare questo problema e facilitare le singole imprese che devono trasportare merci si è diffuso a livello globale la presenza di imprese di servizi terze che svolgono l'attività di intermediari tra vettori e trasportatori (le imprese che devono trasportare). Queste imprese terze si fanno carico della contrattazione dei noli con le compagnie di shipping, acquistano lo spazio sulla nave e lo rivendono poi al consumatore finale.

Proprio al fine di contrastare questa eccessiva opacità del mercato alcune nazioni hanno legiferato al fine di aumentarne la trasparenza, un esempio è la Cina, dove le imprese di

trasporti sono costrette a pubblicare dei listini prezzi⁴² (seppur con la facoltà di variarli a loro piacimento e con la frequenza desiderata).

L'andamento dei freight rates è tenuto sotto osservazione da un numero considerevole di indici, sia privati che pubblici, i più famosi dei quali sono lo *Shanghai Containerized Freight Index* e il *World Container Index*⁴³.

Prima di affrontare i problemi verificatisi nel 2016 e la situazione attuale, vediamo per quale motivo anche nel corso di congiunture economiche favorevoli questi prezzi hanno una forte volatilità.

Il fattore primario è la domanda del mercato. Tradizionalmente il periodo da dicembre ad aprile per esempio viene chiamato "stagione lenta", specialmente per la rotta dall'Asia verso l'America, questo poiché il mercato al dettaglio si rallenta dopo Natale. Tuttavia, da metà gennaio a inizio febbraio c'è un aumento del carico in movimento per far fronte alla scadenza cinese del nuovo anno, a causa del quale le fabbriche di tutta la Cina si arrestano per settimane. Ciò normalmente mantiene i tassi elevati in quanto c'è sempre problemi di spazio per il trasporto di carichi sulle navi. Da maggio a novembre si tratterebbe della "stagione di punta" durante la quale c'è una grande domanda di carichi che si spostano negli Stati Uniti, ed è questo il periodo in cui solitamente i vettori aumentano i prezzi dei noli;

Un altro fattore è la fluttuazione del prezzo del petrolio, o più precisamente del bunker fuel (vedi paragrafo 2.3);

Ultimo fattore standard che individuiamo è la concorrenza tra le imprese, in quanto essendo il servizio essenzialmente standard e non diversificabile l'unico mezzo che hanno le varie compagnie di shipping per conquistare quote di mercato ai concorrenti è quello di "combattere" con i prezzi, con un gioco al ribasso da parte delle compagnie più grandi con lo scopo di far uscire dal mercato quelle più piccole che non hanno le riserve economiche per fronteggiare dei prezzi troppo bassi.

Un fattore che non è stato nominato tra quelli influenzanti il mercato, e pertanto i freight rates, è la concorrenza di altri settori di trasporti, come quelli terrestri ed aerei. Questo perché tali settori non sono ancora in grado di competere coi trasporti marittimi in termini di economicità del trasporto e di capacità di carico. Basti pensare che importare merci in America dalla Cina via aereo costa dalle dodici alle sedici volte in più che via nave!

⁴² Proprio nel corso di febbraio 2017 il ministro dei trasporti cinese ha comunicato la decisione di multare 14 compagnie di trasporti straniere per non aver assolto all'obbligo di pubblicità dei noli. La multa è stata molto blanda, 350 mila dollari totali, ma è un segnale che il governo cinese si sta muovendo per cercare di rendere il mercato più trasparente.

⁴³ Elaborato da un'impresa privata denominata Drewry, ritenuta tra le fonti più autorevoli nel campo dei trasporti marittimi.

Certo la tecnologia sta facendo passi avanti e non è detto che in futuro il settore dei trasporti marittimi non debba affrontare, oltre ai problemi interni, anche l'assedio di una concorrenza da altri mercati. Basti pensare che proprio dalla fine 2016 ad oggi è stata realizzata una ferrovia ad alta velocità che collega Chengdu (Cina) a Rotterdam e che permette a treni merci trasportanti 80 container di effettuare il viaggio lungo 8.000 chilometri in appena 15 giorni, contro i 40 che ci vogliono via mare. Da questa prima linea molti snodi stanno per essere costruiti in tutta l'Eurasia, permettendo così ai produttori cinesi di poter esportare tramite questa nuova "via della seta" le loro merci in questi mercati. Tuttavia si consideri che una mega nave porta-container riesce a trasportare ben 18.000 container in una volta sola! Anche per questo motivo la ferrovia può essere un'alternativa ma non riuscirà a soppiantare il trasporto marittimo.

Ciò che è successo nel 2016 non dipende solo dai fattori sopra descritti, ma è il risultato della non efficace reazione delle imprese di shipping al problema settoriale della sovra-capacità produttiva.

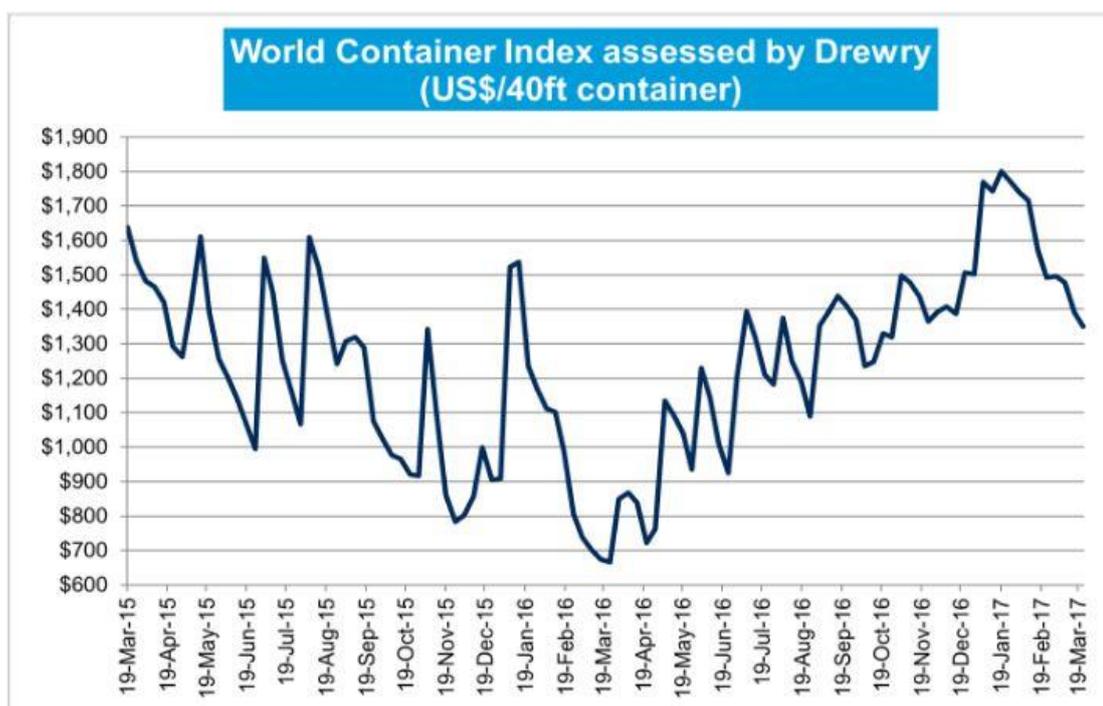


Grafico 2.4 Andamento del world container index elaborato da Drewry

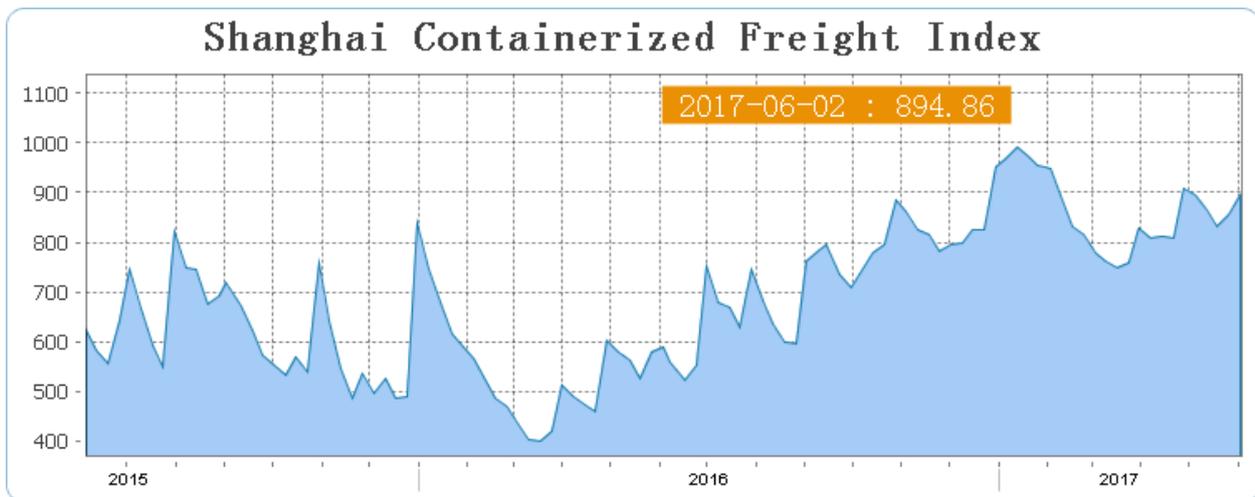


Grafico 3.5 andamento del Shanghai container freight index

Le prospettive per il 2017 sembrano essere decisamente migliori stando ai dati dei primi mesi dell'anno dai quali sembra stia avvenendo la tanto attesa inversione di tendenza dei prezzi dei noli.

Uno dei segnali positivi è la domanda di container in netta crescita sia da parte di chi intende acquistarli che da chi li vuole noleggiare: si è tornati ai livelli di ottobre 2015 e questo è ritenuto dagli operatori un chiaro indicatore del fatto che i commerci internazionali stanno aumentando e di conseguenza la domanda di spedizioni marittime è attesa in aumento nel corso del 2017.

L'Harpex Shipping Index⁴⁴, un altro indice che rappresenta l'andamento dei noli marittimi delle spedizioni containerizzate, è salito del 40% nel corso del 2017 raggiungendo i 439 punti, pur rimanendo ancora lontano dalla ripresa vista nel 2015 e dal record (+76% rispetto ai livelli attuali) fatto segnare nel 2005. I noleggiatori di contenitori riferiscono che il tempo d'attesa per avere box nuovi ha raggiunto i 30 giorni, in taluni casi anche oltre, a conferma che il volume di produzione in questo momento non riesce a soddisfare le richieste del mercato.

⁴⁴L'Harpex Shipping Index rileva il tasso di variazione settimanale del costo di spedizione dei container per otto classi diverse di navi porta-container. L'indice è stato compilato per la prima volta nel 2004, ma utilizzando un database di 10.000 record, può essere calcolato retrospettivamente fino al 1986. L'indice HARPEX è considerato un indicatore dell'attività di trasporto della flotta mondiale, in quanto segue le variazioni dei tassi di trasporto per navi porta-container di categorie molto varie.

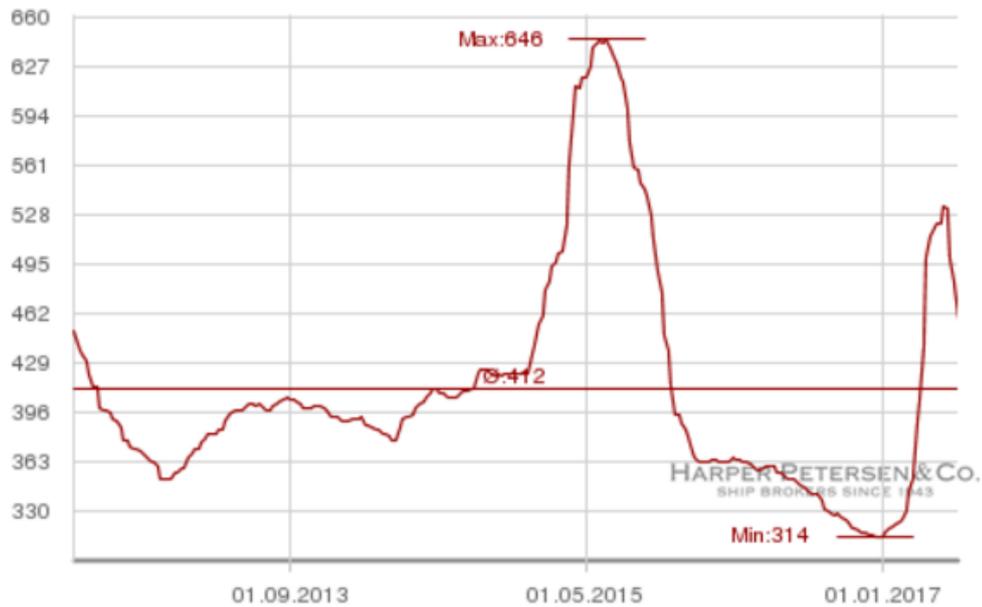


Grafico 2.5 andamento del Harpex shipping index negli ultimi cinque anni

Questa situazione positiva è il risultato non solo di una ripresa della domanda di trasporto marittimo ma anche della riduzione di offerta di stiva e di container sul mercato conseguente al fallimento di alcune compagnie di navigazione (una su tutte la Hanjin Shipping).

La società di ricerca Drewry ha fornito anche un quadro più preciso su quanto negativo finanziariamente sia stato il 2016 per le compagnie globali, calcolando in circa 3,5 miliardi di dollari la perdita aggregata delle 15 maggiori compagnie di navigazione mondiali. Un bilancio meno grave rispetto ai 5 miliardi di rosso previsti dagli stessi analisti nel corso dell'anno passato, perché a risollevarlo i bilanci hanno contribuito soprattutto gli ultimi tre mesi del 2016, quando è iniziata la risalita dei noli marittimi.

Delle 15 principali compagnie marittime attive nel container, solo quattro hanno chiuso l'ultimo esercizio con un risultato netto positivo: le compagnie regionali asiatiche Matson e Wan Hai (rispettivamente in utile per 141 e 58 milioni di dollari), Hapag Lloyd (141 milioni) e CMA CGM (29 milioni). Le performance peggiori sono state conseguite da Hyundai Merchant Marine (-716 milioni di dollari), Yang Ming (-453 milioni), Maersk Line (-396 milioni) e MOL (-354 milioni).

La lenta ma progressiva risalita dei noli e la ripresa della domanda di trasporto lasciano pensare che il peggio sia passato per i global carrier e che il 2017 dovrebbe tornare a essere un anno di attività in lieve profitto.

Ciò che più di tutto potrebbe contribuire alla stabilizzazione del trend di crescita dei noli sono le innumerevoli alleanze ed acquisizioni che si stanno verificando sul mercato. Ad oggi sono attive tre alleanze tra le più grandi imprese del settore:

- Ocean Alliance: raccoglie una compagnia europea (CMA CGM) e tre asiatiche (OOCL, Cosco Shipping ed Evergreen) e che secondo la società di ricerca Alphaliner detiene il 35% della quota del trasporto marittimo container tra Asia ed Europa settentrionale;
- THE Alliance: formata da una compagnia europea (Hapag-Lloyd) e quattro asiatiche (NYK, MOL e K Line e Yang Ming);
- 2M: formata inizialmente da Maersk e MSC, ma da quest'anno ha accolto, come membri aggiunti, le compagnie tedesche HMM e Hamburg Sud.

Queste tre alleanze rappresentano il 77,2% della capacità di trasporto tramite container a livello globale e controllano il 96% di tutti i commerci sulla rotta East-West, la più utilizzata e profittevole al mondo.

Lo scopo di tali alleanze e delle innumerevoli acquisizioni e fusioni di cui si è perso il conto negli ultimi anni è quello di ridurre la concorrenza sui prezzi e soprattutto la capacità produttiva del settore e sembra essere l'unica soluzione possibile al grande problema di questo mercato.

CAPITOLO TERZO

IL FALLIMENTO DEL GIGANTE

3.1 PRESENTAZIONE DI HANJIN SHIPPING

Hanjin Shipping faceva parte del gruppo Hanjin, uno dei principali conglomerati (c.d. chaebol) controllato dallo stato della Corea del Sud, attivo principalmente nel settore dei trasporti. La società nasce come entità separata nel 1977 quando il gruppo Hanjin inizia a divenire troppo articolato per poter continuare ad essere diretto da un management unitario. Nel 1997 acquisisce la società di trasporti navali tedesca Senator Lines che viene definitivamente incorporata in Hanjin nel 2009. Nel 2016 Hanjin Shipping era il primo operatore navale della Corea del Sud ed il settimo a livello mondiale. Nonostante la dimensione [7,8 mila miliardi di KRW di fatturato nel 2015, circa 6,5 miliardi di dollari] dell'impresa il 31 agosto 2016 la società presenta richiesta di amministrazione controllata (l'anticamera del fallimento nella maggior parte dei casi) a seguito del mancato rinnovo dei fidi da parte della banca statale Korea Development Bank. La richiesta ha creato una situazione complicata per 85 navi di Hanjin, che di fatto sono state abbandonate in mare dopo che diversi porti negli Stati Uniti, in Asia e in Europa le hanno rifiutate, preoccupati del fatto che non sarebbero state in grado di pagare le tasse portuali o che il loro carico potesse essere sequestrato dai creditori, disturbando così le operazioni portuali. Il 6 settembre 2016 il governo della Corea del Sud ha stanziato dei fondi per ricapitalizzare la società. La capogruppo, Hanjin Group, da parte sua ha fornito 100 miliardi di won (quasi 80 milioni di euro), di cui 40 miliardi direttamente dal presidente della società Cho Yang Ho, per contribuire a contenere i problemi nella catena di approvvigionamento. Nel frattempo il partito di maggioranza sudcoreano, Saenuri, ha chiesto al governo di concedere alla capogruppo Hanjin Group un prestito di 100 miliardi di won a basso tasso di interesse, a patto che la società fornisca garanzie⁴⁵. Il ministero sudcoreano degli Oceani e della Pesca stimava che Hanjin abbia bisogno di oltre 600 miliardi di won per coprire i costi, di cui circa 100 miliardi necessari urgentemente per poter effettuare operazioni come i pagamenti agli operatori portuali in modo che scarichino le merci dalle navi lasciate in mare⁴⁶. La situazione si sblocca definitivamente quando anche la Korea Development Bank (principale creditore)

⁴⁵Così ha riferito il deputato di Saenuri Kim Gwang Lim in un comunicato, riportato tra gli altri dal sito www.trasportoeuropa.it in un articolo del 23 settembre 2016.

⁴⁶ Fonte: articolo online, sito www.brokerscare.com, articolo del 1 settembre 2016;

decide di concedere un finanziamento di 40 milioni di dollari per permettere alla società di far attraccare e scaricare le navi abbandonate in acque internazionali. A questo si aggiunge la protezione che alcuni stati, tra cui gli USA, Singapore e la Germania, garantiscono alla società la temporanea immunità contro il pignoramento da parte dei creditori, per questo motivo le navi si dirigono verso questi porti al fine di scaricare, lasciando ai propri clienti il compito di organizzare il trasporto verso la meta finale.

Sempre a settembre 2016 la società presenta ai propri creditori un piano di ristrutturazione del debito, che viene però respinto. La situazione rimane in stallo fino al 17 febbraio 2017 quando la Corte distrettuale centrale di Seul ha decretato lo stato di fallimento della compagnia che è stata posta in liquidazione. Il tribunale ha disposto la nomina di un curatore fallimentare che provvederà alla vendita dei rimanenti beni dell'azienda per rifondere i creditori.

Gli altri operatori marittimi non si sono lasciati sfuggire le occasioni create dal crollo di Hanjin, Maersk insieme con MSC ha provveduto a riempire il vuoto lasciato dalla società Sud Coreana nelle rotte del pacifico entro pochi giorni dalla data di fallimento; così come un'altra società Sud Coreana di trasporti marittimi, la Hyundai Merchant Marine (Hmm), ha avanzato una proposta per acquistare per 13 milioni di dollari le quote di possesso di Hanjin in dei importanti terminal marittimi di Tokyo e di Kaohsiung⁴⁷.

I problemi che il fallimento di una così grande società di trasporti marittimi ha causato in ogni caso non sono stati indifferenti, anche se superati. Sono ben 43 gli stati dove Hanjin deve affrontare le corti di giustizia. La motivazione di questo complesso intreccio giuridico non è semplice. Per cominciare: le navi non sono di sua proprietà e quelle di sua proprietà in buona parte hanno un basso valore di mercato. Il 60% della flotta era a noleggio e Hanjin non pagava il noleggio da tempo, rischiando di far fallire armatori di antico nome, come Peter Dohle di Amburgo, la Danaos greca, la Seaspan canadese, in totale sono una quindicina le società che hanno noleggiato a Hanjin le loro navi ma in termini di capacità di carico le prime 4 rappresentano più del 50% del totale.

Ulteriori creditori globali sono: le entità portuali a cui non sono state pagate le tasse di ancoraggio o i servizi (rimorchio, ormeggio); i servizi di terminal che hanno caricato e scaricato le navi Hanjin; il Canale di Suez per i pedaggi; i fornitori di bordo, le agenzie di reclutamento degli equipaggi, quelle di gestione della nave. E da qui migliaia di altri fornitori, di spedizionieri e di operatori logistici che hanno affidato la merce dei propri clienti a Hanjin: qualcosa come quattrocentomila container bloccati all'improvviso!

⁴⁷ <http://www.italiafruit.net/DettaglioNews/38227/mercati-e-imprese/hanjin-shipping-dichiarata-fallita-a-seul>

Le compagnie marittime di container inoltre operano in consorzi o «alleanze» per scambiarsi i carichi, secondo una serie di complicati slot sharing agreement in forza dei quali container affidato a Hanjin può viaggiare sulle navi di un'altra compagnia e viceversa. Quindi la richiesta di arresto o di sequestro poteva teoricamente coinvolgere la nave di una compagnia che operava normalmente, solo perché trasportava dei container di Hanjin (vice versa il carico di Hanjin poteva essere di proprietà di terze parti). Quest'ultima era specializzata nei traffici Asia-West Coast Usa, dove operava con 33 navi e una quota di mercato molto importante, più che altro perché aveva quasi il monopolio delle spedizioni di Samsung e di altri colossi manifatturieri coreani.⁴⁸

Pertanto la situazione che si è venuta a creare fu molto grave e complessa dato il complesso intreccio delle società di shipping con altri operatori economici.

A questo punto la domanda fondamentale a cui nessuno ancora ha risposto è: come è stato possibile che una tale società, per dimensione e ruolo strategico nel mercato globale, sia arrivata al fallimento? E più a fondo, la banca coreana ha agito correttamente (e opportunamente) con l'interrompere il rapporto di credito, causandone il fallimento?

Per rispondere a queste domande nel proseguo si procederà con un'analisi dei bilanci della società, analisi che per forza di cose sarà effettuata da un punto di vista esterno, con tutti i limiti di tale prospettiva, ma che ritengo comunque efficace allo scopo di individuare la causa del fallimento della società. I dati di bilancio e le sue riclassificazioni sono riportate nell'Appendice A.

3.2 ANALISI DEI BILANCI DI HANJIN SHIPPING⁴⁹

Dato che la crisi si è manifestata con una crisi di liquidità (seppur indotta dall'estinzione anticipata del credito bancario), il primo aspetto da analizzare sullo stato di “salute economica” dell'impresa sono gli indici ricompresi nella categoria di “indici di liquidità e copertura”.

- Indice di liquidità secondaria, o indice di disponibilità (*current ratio*)

⁴⁸ Fonte: articolo web, www.ilpost.it articolo del 10 settembre 2016 di Sohee Kim e Kyunghee Park – Bloomberg

⁴⁹ I bilanci della società Hanjin Shipping sono stati estratti dalla banca dati Eikon e poi elaborati e analizzati dall'autore della presente tesi.

L'indice si calcola ponendo al numeratore le attività a breve termine e al denominatore le passività a breve termine:

$$\frac{\text{Attività a breve termine}}{\text{Passività a breve termine}}$$

Tale indice è da considerarsi soddisfacente se superiore a 1, in quanto in tale caso l'azienda è in grado di far fronte alle sue passività a breve termine ricorrendo alle sole poste attive di breve termine. Se l'indicatore è inferiore all'unità potrebbe significare che le attività a breve termine non sono sufficienti a coprire tutti i debiti entro l'anno e che l'azienda potrebbe essere costretta a dismettere parte degli assets per riuscire a farci fronte.

Riporto di seguito l'indice calcolato sui bilanci della Hanjin Shipping in vari anni:

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Indice di disponibilità	0,34	0,40	0,48	0,78	1,23	1,54	0,91

Tabella 3.1 Indice di disponibilità, Hanjin Shipping, 2015-2009

La difficoltà economica in effetti si nota già da questo primo indicatore appena calcolato. Dal 2012 infatti l'azienda ha fatto sempre più fatica a far fronte ai suoi debiti a breve termine. A seguito di quanto appurato è interessante poi verificare se a questi indici inferiori all'unità corrisponde una contrazione degli asset dell'impresa. Per effettuare tale controllo di seguito si riportano le variazioni rispetto all'anno precedente delle "immobilizzazioni operative".

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Var. % immob. Op.	-6,33%	-17,59%	-2,84%	-1,29%	18,14%	12,18%

Tabella 3.2 Var. % Immob. Operative, Hanjin Shipping, 2015-2010

Come si può facilmente notare ad ogni anno in cui l'azienda presenta un current ratio inferiore all'unità la variazione delle immobilizzazioni operative è negativa, indicando una dismissione delle attività immobilizzare, probabilmente per far fronte alla scadenza imminente di debiti.

Ritengo necessario precisare il motivo per cui si è scelto di utilizzare solo le immobilizzazioni operative e non il dato complessivo degli asset aziendali: la scelta è stata dettata dalla volontà di far notare la cattiva situazione in cui versa l'impresa.

Una diversa chiave di lettura di questa situazione potrebbe essere che l'impresa versasse davvero in cattive acque per via dell'ammontare dei debiti in scadenza, ma la decisione di dismettere asset operativi fosse un tentativo di risolvere due problemi contemporaneamente: pagare i propri debiti e ridurre la propria capacità produttiva. Come trattato nel capitolo secondo, infatti il problema della capacità produttiva in eccesso è una situazione costante di questo settore negli ultimi anni, tantè che le dismissioni di navi sono andate sempre aumentando.

Per verificare quest'ultima ipotesi si è proceduto a calcolare l'incidenza dei costi operativi sul fatturato in percentuale (tramite l'analisi verticale del conto economico) e poi ho verificato la variazione da un anno all'altro di questa incidenza. Di seguito si riporta il risultato di questa analisi:

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Variazione dell'incidenza	0,55%	-5,23%	3,30%	-4,25%	12,35%	-14,86%

Tabella 3.3 Variazione incidenza costi operativi su fattura, variazione annua, Hanjin Shippin, 2015-2010

L'analisi non conferma l'ipotesi riguardante la relazione tra diminuzione delle immobilizzazioni operative e riduzione dei costi operativi. Questo può essere dovuto al fatto che i costi operativi sono influenzati da molte altre variabili oltre che dal numero di navi in movimento. In ogni caso resta valida l'ipotesi che la dismissione di asset da parte dell'impresa sia stato un tentativo di porre rimedio alla situazione debitoria.

Data l'appurata difficoltà dell'impresa a far fronte ai propri debiti si ritiene interessante ora calcolare alcuni indici che hanno come scopo quello di analizzare la struttura finanziaria dell'impresa. Se, una struttura finanziaria squilibrata, unita ad un uso inappropriato, eccessivo e non necessario del debito, può portare anche un'impresa operativamente sana al collasso, a maggior ragione un'azienda che ha anche problemi operativi.

Financial Structure -mkt cap.	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Debt/Equity	5,28	3,82	7,96	5,19	5,69	1,95
NFP/Equity	5,01	3,44	7,41	4,82	5,20	1,65
NFP/EBIT	120,69	60,11	-16,66	-65,52	-14,27	8,62
NFP/EBITDA	83,15	45,85	-17,86	-99,61	-15,71	8,12

Tabella 3.4 Indici struttura finanziaria, Hanijn Shipping, 2015-2010

Come si può vedere già dal primo indice, calcolato come rapporto tra i debiti totali e il valore dell'equity (in questo caso capitalizzazione di mercato essendo l'azienda quotata in quegli anni), l'azienda fa un grande uso del debito come fonte di finanziamento, e negli anni prima del collasso l'esposizione debitoria, sia pure con alti e bassi nei vari anni, ha un trend di lungo periodo decisamente in aumento.

Il secondo indice esposto nella tabella, il rapporto tra posizione finanziaria netta e mezzi propri, è il c.d. *leverage* che si differenzia dal primo per la presenza della cassa che diminuisce il valore dei debiti finanziari al numeratore. È impressionante notare come il debito passi dall'essere quasi il doppio dell'equity a quattro volte tanto nel 2013 e quasi il triplo nel 2015. Ma questi dati possono trarre in inganno e non farci vedere la reale situazione del debito dato che al denominatore c'è una variabile che cambia di giorno in giorno: la

capitalizzazione di mercato. Di seguito si riportano gli stessi due indici, ma calcolati tenendo conto del book value dell'impresa al denominatore.

Financial Structure	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Debt/Equity	6,00	7,05	10,91	6,00	3,98	2,51
NFP/Equity	5,69	6,35	10,14	5,57	3,65	2,12

Tabella 3.5 Indici struttura finanziaria modificati, Hanjin Shipping, 2015-2010

Come si può facilmente notare, le conclusioni a cui si giunge analizzando questi nuovi indici sono sostanzialmente le stesse, se non peggiori, di prima. Questo perché molto probabilmente il mercato ha capito da tempo l'andamento dell'impresa e non ha visto prospettive nascoste rispetto a quanto riportato nei bilanci. Raramente il mercato si sbaglia, e di certo non in questo caso.

Un'altra interessante prospettiva per analizzare la situazione debitoria di un'impresa è quella di calcolare il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Ebitda o Ebit⁵⁰. Questo indice rappresenta il seguente concetto: quanti anni ci vorrebbero considerando un flusso di cassa pari a questo Ebitda o Ebit per ripagare tutti i debiti finanziari? Naturalmente questo indice assume valori significanti solo nel caso in cui l'impresa presenti un Ebitda positivo, nel caso sia negativo il valore non ha alcun significato. Nella tabella precedente ho riportato il risultato del calcolo di questi indici per Hanjin, e il risultato è allarmante. Si passa dal 2010, anno in cui per ripagare tutto il debito sarebbero necessari quasi nove anni (un valore ragionevole questo⁵¹), poi un periodo di risultati economici negativi e nel 2014 sarebbero addirittura necessari 60 anni per ripagare il debito!

Appurato la crescita dell'uso del debito, è interessante verificare se l'Hanjin riusciva a sostenerne il peso. Di seguito si propongono una serie di indici di copertura del costo del debito.

Coverage	2015	2014	2013	2012	2011	2010
EBIT/interest	0,01	0,08	-1,20	-0,29	-1,56	2,27
EBITA/interest	0,11	0,22	-1,16	-0,29	-1,63	2,25
EBITDA/interest	0,16	0,29	-1,08	-0,19	-1,48	2,38

Tabella 3.6 Indici copertura del costo del debito, Hanjin Shipping, 2015-2010

Il primo utile a tal fine è il c.d. *interest coverage ratio*, calcolato ponendo al numeratore il reddito operativo (o Ebit) e al denominatore gli interessi passivi, od oneri finanziari (nel

⁵⁰ Utilizzando l'Ebit si ha un valore molto più significativo in quanto non si tiene conto dei costi "figurativi" quali gli ammortamenti e le svalutazioni. L'Ebitda viene infatti generalmente considerato come l'approssimazione migliore al concetto di "flusso di cassa" e pertanto più calzante per il calcolo di questo indice.

⁵¹ Non esiste un range di valori accettabili per questo particolare indice, in quanto necessariamente deve essere valutato considerando tutta la situazione globale dell'impresa.

calcolo di questi indici ho tenuto conto esclusivamente degli oneri finanziari strettamente detti, senza considerare altri eventuali costi accessori del debito). Non esiste nella teoria un unico range di valori entro i quali questo indicatore è da ritenersi soddisfacente, si può tuttavia asserire che debba necessariamente essere superiore ad 1 e rassicurante per valori almeno maggiori di 3 o 4 (vedi analisi finanziaria, pavarani, mcgraw-hill).

Nel caso in esame possiamo notare che nel 2010 il valore era pari a 2,27, invero sufficiente, ma poi nel 2014 arriviamo addirittura a 0,08 e a 0,01 nel 2015! Questi valori indicano come l'impresa non sia in nessun modo in grado di far fronte al pagamento degli interessi, nemmeno lontanamente. Quale potrebbe essere una soluzione adottabile in linea teorica? Solitamente imprese, finanche Stati Sovrani, in questa situazione, ove il reddito netto prodotto durante l'anno non è sufficiente a pagare il costo del debito già esistente, sono costrette a ricorrere a nuovo debito, ma il costo di questo nuovo debito sarà via via più alto in quanto aumenta il rischio di fallimento; rischio non legato all'operatività dell'impresa e il suo business operativo, ma al fatto che l'operatività non sia più in grado di sostenere il peso della struttura finanziaria.

Di seguito si riportano i dati riguardanti il debito dell'impresa Hanjin Shipping:

Debt -mln Krw	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Debt Total	4.699.001,00	5.484.783,50	7.385.561,50	7.751.587,50	8.068.319,00	6.840.604,50	6.033.518,00
Interessi	334.929,00	370.621,00	356.958,00	377.842,00	317.281,00	299.370,00	41.950,00
Costo fig. del debito	7,13%	6,76%	4,83%	4,87%	3,93%	4,38%	0,70%

Tabella 3.7 Dati relativi al debito, , Hanjin Shipping, 2015-2009

Come possiamo rilevare il debito continua ad aumentare dal 2009 al 2013 per poi calare nel 2014 e 2015. Il motivo di questo calo non è dato sapersi per un'analisi esterna come quella in corso. Le probabilità sono due ad avviso di chi scrive: l'impresa ha preso coscienza dell'insostenibilità della situazione e ha cercato di porre rimedio ripagando parte del debito, oppure le banche hanno deciso di ridurre di ridurre l'esposizione, rientrando da linee di fido o negando la concessione di ulteriori finanziamenti. Qualsiasi sia l'ipotesi è un dato di fatto che al calare dei debiti corrisponde un aumento del capitale sociale. Infatti sia nel 2014 che nel 2015 l'impresa cerca di finanziarsi ricorrendo al capitale di rischio con un'emissione nel 2014 di 113 milioni di nuove azioni e nel 2015 di altre 6 milioni.

Risulta interessante a questo punto verificare il valore della riserva sovrapprezzi per azioni, cioè rilevare quanto l'impresa ha incassato dalla vendita delle nuove azioni. Per fare questo si è proceduto a riportare la variazione della riserva sovrapprezzo da un anno rispetto al precedente al numero di azioni nuove emesse in quell'anno.

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Nuove emissioni	6	113	1	0	34	12
Variazione Riserva-mln krw	- 19.385,00	305.562,00	51.700,00	- 46.186,00	106.894,00	385.771,00
Valore per azione - krw	- 3.230,83	2.704,09	51.700,00	-	3.143,94	32.147,58

Tabella 3.8 riserva sovrapprezzo, analisi, Hanjin Shipping, 2015-2010

Il risultato di quest'analisi è quello che potevamo aspettarci. Il mercato ha reagito esattamente come le banche, non intravedendo un futuro di prosperità per la Hanjin. Affermo questo perché risulta che nel 2010 il mercato pagava 32.000 Won sud-coreani in più del loro valore nominale, nel 2011 probabilmente a causa della crisi globale il mercato ha perso fiducia, ma nel 2014 quando la società fa ricorso al mercato azionario per cercare le risorse negate dalle banche, si può affermare che non hanno fatto per niente un "buon affare". Ha guadagnato dalla vendita delle proprie nuove azioni solamente 2.704 Won sud-coreani per azione (circa 2,00 € al cambio attuale).

La teoria insegna che la valutazione di un'impresa da parte degli azionisti è guidata dalla capacità o meno dell'impresa di generare in futuro flussi di cassa per gli azionisti, cioè di remunerare il rischio sopportato dai suoi investitori. Un modo immediato per verificare la presenza o meno di tale capacità è quello di costruire il rendiconto finanziario (*cash flow statement*). Per mezzo dei flussi di cassa (*cash flow*) esposti nel rendiconto finanziario è possibile infatti stabilire l'ammontare di risorse monetarie generate e assorbite nel periodo in esame (in questo caso un anno solare), indicandone la provenienza e la destinazione (l'area gestionale di riferimento).

Di seguito espongo il rendiconto finanziario redatto per l'analisi di Hanjin Shipping.

RENDICONTO FINANZIARIO RICLASSIFICATO

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010
NOPAT	28.810,08	64.072,32	(321.617,40)	(85.632,30)	(403.629,72)	524.560,92
+ ammortamenti	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00
Autofinanziamento "potenziale"	45.486,08	89.609,32	(293.815,40)	(48.061,30)	(356.284,72)	565.645,92
+ Variazione del CCN (1)	25.321,50	200.527,00	569.378,00	742.302,50	(42.715,50)	(1.008.615,50)
Autofinanziamento "reale" FCGC	70.807,58	290.136,32	275.562,60	694.241,20	(399.000,22)	(442.969,58)
- flussi netti per investimenti operativi	417.114,00	1.377.187,00	252.325,00	140.710,00	(1.275.970,00)	(745.014,00)
+ variazione fondi	4.351,00	12.449,00	(13.207,00)	(10.900,00)	21.357,00	(1.350,00)
- variazione spese prepagate	24.390,00	3.972,00	30.078,00	43.457,00	27.389,00	(48.673,00)
FCF before goodwill	516.662,58	1.683.744,32	544.758,60	867.508,20	(1.626.224,22)	(1.238.006,58)
Avviamento e altri acquired intangibles	(561,00)	(92.464,00)	1.730,00	6.705,00	(3.735,00)	386.931,00
FCF after goodwill	516.101,58	1.591.280,32	546.488,60	874.213,20	(1.629.959,22)	(851.075,58)
Investimenti finanziari netti	32.551,00	115.252,00	1.816,00	(48.140,00)	303.548,00	(174.634,00)
Variazione debiti finanziari	(785.782,50)	(1.900.778,00)	(366.026,00)	(316.731,50)	1.227.714,50	807.086,50
Oneri finanziari netti	(167.983,00)	(204.169,00)	(367.001,00)	(503.871,00)	(312.629,00)	(293.144,00)
Oneri / Proventi straordinari	84.744,00	(317.411,00)	87.143,00	(7.076,00)	(10.490,00)	2.078,00
Imposte operative	8.125,92	18.071,68	(90.712,60)	(24.152,70)	(113.844,28)	147.953,08
Imposte sul reddito	(22.057,00)	8.251,00	14.420,00	29.719,00	8.536,00	85.480,00
Variazione patrimonio netto	29.967,00	548.166,00	92.574,00	(83.521,00)	132.309,00	706.994,00
Flusso di cassa disp. per gli azionisti FCFE	(304.333,00)	(141.337,00)	(81.298,00)	(79.560,00)	(394.815,00)	430.738,00

(1) Variazione del CCN						
Magazzino	(75.838,00)	(79.687,00)	(33.123,00)	(12.362,00)	95.034,00	36.510,00
Crediti operativi	(218.006,00)	(442.780,00)	(60.631,00)	78.842,00	(29.049,00)	1.084.773,00
Debiti operativi	151.801,50	148.047,00	(305.445,00)	(141.444,00)	29.460,00	(4.356,50)
Altre attività (passività) correnti operative	116.721,00	173.893,00	(170.179,00)	(667.338,50)	(52.729,50)	(108.311,00)
TOTALE	(25.321,50)	(200.527,00)	(569.378,00)	(742.302,50)	42.715,50	1.008.615,50

Tabella 3.9 Rendiconto finanziario, Hanijn Shipping, 2015-2010

Procediamo ora ad analizzare la movimentazione della liquidità dell'impresa. Partiamo dall' "Autofinanziamento potenziale" o "flusso di circolante della gestione corrente" che indica il flusso di liquidità che l'impresa potenzialmente originerebbe dalla gestione corrente se tutti i ricavi fossero stati riscossi e tutti i costi fossero stati pagati nell'esercizio. Possiamo notare come fino al 2013 questo primo risultato sia sempre negativo, indicando senza equivoci che l'impresa aveva una struttura di costi sproporzionata rispetto ai ricavi. Negli ultimi due anni il flusso si risolveva a valori leggermente positivi, questo perché i costi operativi si riducono.

Considerando che l'assunzione alla base dell'autofinanziamento potenziale non si verifica mai nella realtà, il valore sopra calcolato deve essere rettificato considerando la variazione del capitale circolante commerciale, ottenendo così l'"autofinanziamento reale" o "flusso di cassa della gestione corrente (FCGC)". Tale flusso rappresenta la liquidità generata o assorbita dallo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa. Come possiamo notare il FCGC nei primi due anni presi in esame presenta valori negativi, indicando come l'impresa stesse "bruciando" liquidità, e quindi valore, evidenziando criticità sia nella gestione operativa (costi troppo elevati) sia nella gestione dei pagamenti (crediti e magazzino che aumentano e passività che si riducono). Nei quattro esercizi seguenti il FCGC passa a valori positivi, per cifre importanti in alcuni anni tra l'altro, e questo è un dato senz'altro positivo. Ma cosa

significa? E perché il mercato non l'ha valutato altrettanto positivamente? Ad avviso di chi scrive, il motivo è che non si è trattato di un aumento dei flussi operativi "sano" ma piuttosto di una conseguenza "non voluta" del tentativo di risanamento dell'impresa. Infatti possiamo notare come la redditività base resti sempre negativa: il flusso è generato solamente dall'aumento degli incassi dei crediti, vendita del magazzino, aumento dei debiti; tutte attività queste che possono funzionare e risollevarla la situazione per qualche anno, ma ad un certo punto non sono più sufficienti.

Passiamo ora all'ultimo risultato del prospetto, il "flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)", cioè il dato su cui ci si basa e da cui si parte per la valutazione dell'impresa dal punto di vista di un'azionista o potenziale tale. Notiamo subito come questi flussi a partire dal 2011 presentino valori altalenanti ma sempre negativi: l'impresa sta utilizzando il proprio capitale per riuscire a finanziare la sopravvivenza dell'impresa. Ma com'è possibile avere dei flussi di cassa operativi positivi e che non arrivi nulla agli azionisti, anzi che ci perdano? Per riassumere la situazione che ho analizzato potrei dire che il rendiconto finanziario di Hanjin Shipping presenta per quasi ogni voce del documento valori di segno opposto rispetto a quelli che ci aspetterebbe di trovare analizzando un'impresa sana e in crescita o quantomeno in equilibrio finanziario [Equilibrio finanziario, Pavarani Tagliavini, McGraw-Hill]. E ancora.

I flussi netti di immobilizzazioni operative dal 2012 al 2015 presentano valori positivi, questo significa che l'impresa sta smantellando i propri asset al fine di creare liquidità. A chi va la liquidità se alla fine agli azionisti è richiesto di ripianare il capitale? Ai finanziatori di capitale (banche)! La variazione complessiva dei debiti finanziari infatti dal 2012 al 2015 è in continua diminuzione, e non per importi piccoli ma rilevanti, talmente elevati da riuscire ad assorbire tutti i FCGC così faticosamente creati riscuotendo crediti e vendendo le rimanenze, tutti i ricavati della vendita delle immobilizzazioni e da richiedere anche l'utilizzo di denaro destinato agli azionisti. Perché questo indica un FCFE negativo: gli azionisti non possono aspettarsi nulla dall'impresa, anzi è probabile che venga richiesto a loro di versare qualcosa. Ricollegandoci al discorso affrontato prima riguardo l'aumento di capitale del 2014 e 2015, e concludendo questo paragrafo, possiamo ora affermare come anche le risorse ricavate dall'emissione di nuovo capitale di rischio sia stata utilizzata completamente per ripagare i debiti finanziari dell'impresa e far rientrare le banche dalle proprie esposizioni iniziali.

Il giudizio di sintesi sui bilanci della Hanjin Shipping non può che essere negativo, seppur la causa del suo fallimento non è ancora propriamente chiara. Il mio giudizio è che si siano verificati una serie di circostanze che congiuntamente hanno portato al suo fallimento. La prima circostanza è la mancanza di redditività operativa dell'impresa, in quanto

nessun'azienda può riuscire a sopravvivere se con il proprio fatturato non riesce nemmeno a coprire i costi sostenuti per produrlo - è la base fondamentale di qualunque impresa. Tuttavia questo colosso è riuscito a sostenersi per anni nonostante questa circostanza, retto dai finanziamenti che gli sono stati concessi, forse nella speranza che il mercato si risollevasse dopo la crisi. Questi finanziamenti tuttavia non hanno fatto altro che aggravare la situazione, rendendo la struttura finanziaria dell'impresa sempre più esposta verso il capitale oneroso e ad un costo sempre maggiore che non era sostenibile se non grazie all'accensione di nuovi finanziamenti. La negazione di un nuovo mutuo nel 2016 ha pertanto fatto scoppiare la situazione e portato agli avvenimenti visti prima.

Trovo interessante comunque il fatto che negli ultimi due anni di vita la struttura dei costi di Hanjin Shipping abbia dato segnali positivi portando per la prima volta da anni il NOPAT su valori positivi. Mi verrebbe quasi da affermare che forse il fallimento la Hanjin non sia stata la soluzione migliore per i creditori dell'impresa, in quanto parrebbe che essa stesse cercando di risollevare la situazione (basti vedere la riduzione dei debiti operativi degli ultimi anni) e con un ritorno alla redditività di base forse nel corso dei prossimi anni essa sarebbe potuta tornare a generare redditività, ripagando completamente i debiti che ora per forza di cose non troveranno piena soddisfazione nella liquidazione dell'azienda o nell'eventuale acquisizione della stessa da parte di un altro operatore del settore.

3.3 CONFRONTO TRA HANJIN SHIPPING E MAERSK LINE

Appurato il fatto che Hanjin Shipping versava da anni in cattive condizioni economiche ritengo opportuno valutare la causa del dissesto tramite un confronto tra l'impresa fallita e il leader del settore: Maersk Line. Il motivo della scelta non è il solo fatto che l'impresa danese è la più grande del settore ma anche quella che presenta le performance economiche migliori. Tale affermazione deriva dal fatto che Maersk line è l'unica nel settore ad innovare continuamente, a cercare di migliorare il servizio offerto e il modo in cui viene offerto e a trovare nuovi modi per affrontare e superare le difficoltà che si presentano per il settore.

Alcuni esempi sono l'idea del viaggiare più lentamente nel 2009 quando il prezzo del petrolio saliva a livelli sempre più pesanti per risparmiare sul costo del bunker sfruttando la forza di inerzia, oppure più recentemente un nuovo sistema di vendite di slot container online che è in fase di collaudo al tempo in cui il presente lavoro è scritto⁵² o ancora l'idea di installare un gran numero di sensori sulle proprie navi al fine di fornire più informazioni possibili ai porti

⁵² <http://www.informare.it/news/cisco/2017/20170615i.asp?lg=>

al fine di velocizzare le operazioni di attracco, scarico, carico e rifornimento e poter ripartire il prima possibile.

In definitiva Maersk line è l'azienda che più di ogni altra porta innovazione e crescita nel settore e per questo motivo è utile confrontare le performance degli altri operatori con le sue singolarmente, per verificare l'andamento del singolo in confronto con l'azienda che più di tutte rappresenta il futuro.

Per il confronto tra le due imprese ci si concentrerà sul lato economico dei bilanci, questo per verificare se i problemi di redditività operativa riscontrati analizzando Hanjin Shipping sono specifici a quest'ultima o una costante nel settore (se anche Maersk riscontra le stesse problematiche è verosimile che siano presenti anche nelle altre imprese). Per poter confrontare le due imprese che hanno dimensioni molto diverse e bilanci in valute differenti si è deciso di parametrizzare i dati analizzati per un fattore comune e standardizzante, cioè la capacità di trasporto (espressa in TEU) a disposizione al 31.12 di ogni esercizio⁵³. Tale scelta è coerente in quanto l'utilizzazione dei TEU a disposizione e non per esempio quelli trasportati è un indice di quanto redditivo sia in un anno quel TEU per l'impresa, un concetto molto vicino a quello dell'indice ROI (*Return on Investments*).

Qui di seguito si riportano i dati relativi alle flotte delle due imprese. Come possiamo notare facilmente le due imprese hanno dimensioni operativi non paragonabili tra loro (si ricorda che il bilancio di Hanjin Shipping è espresso in Won Sud Coreani e il bilancio di Maersk Group in dollari americani), per questo motivo ho convertito le voci di Hanjin Shipping in USD \$ utilizzando il tasso di cambio ufficiale al 31.12 di ogni anno (fonte:banca centrale americana).

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line							
numero di navi	616	619	456	453	453	414	427
Crescita	-0,48%	35,75%	0,66%	0,00%	9,42%	-3,04%	
TEU tot.	3.007.392	3.059.984	2.505.935	2.149.524	2.104.825	1.820.816	1.746.639
market share	15,24%	15,41%	12,58%	13,40%	11,80%	11,20%	11,70%
Avere size	4.882	4.943	5.495	4.745	4.646	4.398	4.090
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Hanjin Shipping							
numero di navi	101	110	115	107	101	98	89
Crescita	-8,18%	-4,35%	7,48%	5,94%	3,06%	10,11%	
TEU tot.	617.665	648.043	671.210	555.279	497.641	447.332	400.033
market share	3,13%	3,26%	3,37%	3,50%	2,80%	2,80%	2,70%
Avere size	6.115	5.891	5.837	5.190	4.927	4.565	4.495

Tabella 3.10 Dati riassuntivi delle società confrontate

⁵³ I dati relativi alle navi a disposizione e alla relativa capacità di trasporto sono stati recuperati dai rapporti annuali delle Nazioni Unite denominati Review of Maritime Trade.

Il primo dato che andremo ad analizzare sono i ricavi.

Ricavi/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	7.890,23	8.938,28	10.453,58	12.648,38	11.928,78	14.300,18	11.409,91
Hanjin Shipping	10.648,50	12.229,92	13.616,89	17.901,20	16.524,32	19.221,90	3.207,66

Tabella 3.11 Ricavi parametrizzati delle società confrontate

I risultati ottenuti possono sembrare davvero sorprendenti, infatti Hanjin Shipping fattura dai 3.000 ai 5.000 dollari in più rispetto a Maersk per ogni TEU posseduto! Tuttavia ci sono molte possibili spiegazioni a questo. La prima è che Hanjin Shipping applicasse tariffe più alte rispetto a Maersk; la seconda è che Hanjin viaggiasse su distanze più brevi e quindi che riesca a far fare più viaggi ai suoi container e per questo il fatturato per TEU sia più alto. Per verificare questa ipotesi è utile calcolare l'indice denominato “*turnover del capitale investito netto operativo*”, calcolato come rapporto tra i ricavi di vendita e il CINO (capitale investito netto operativo).

Turnover CINO	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	1,183	1,362	1,307	1,317	1,357	1,534	1,149
Hanjin Shipping	1,304	1,367	1,256	1,339	1,189	1,420	-

Tabella 3.12 Turnover Cino calcolato sulle società confrontate

Tale indice esprime in sintesi il numero di volte che il capitale investito viene fatto “girare” nel periodo per trasformarsi in ricavi di vendita. Tanto più è maggiore questo quoziente, tanto più efficiente è l'azienda nel turnover (rotazione) del suo attivo. Prendendo come esempio l'indice di Maersk Line nel 2015, pari a 1,183, significa che ogni 100 \$ di capitale investito nel 2015 genera 118 \$ di ricavi, quindi più che quanto ho investito! Tuttavia la differenza tra i due indici non è così sostanziale da giustificare la differenza che abbiamo visto prima nei ricavi per container, per questa ragione ritengo più plausibile che Hanjin Shipping vendesse i suoi servizi ad un prezzo più alto come causa di quel differenziale.

Tuttavia prima di affermare che Hanjin abbia un'operatività migliore rispetto a Maersk Line è necessario analizzare i costi operativi per TEU e di conseguenza l'EBIT.

Costi/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	6.784,95	7.561,80	9.131,52	11.634,67	11.449,41	11.772,74	11.583,39
Hanjin Shipping	10.648,50	12.229,92	13.616,89	17.901,20	16.524,32	19.221,90	3.207,66
Ebitda/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	1.105,28	1.376,48	1.322,06	1.013,71	479,37	2.527,44	- 173,48
Hanjin Shipping	73,80	152,16	- 542,61	- 122,08	- 815,75	1.425,08	- 238,83
Ebit/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	476,16	817,98	626,91	243,77	- 228,05	1.580,06	- 1.149,06
Hanjin Shipping	50,85	116,08	- 581,84	- 185,59	- 897,90	1.343,04	- 256,78
Nopat/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	433,60	764,71	602,57	214,00	- 261,78	1.452,10	- 1.218,91
Hanjin Shipping	39,66	90,54	- 453,84	- 144,76	- 700,36	1.047,57	- 200,29

Tabella 3.13 Dati economici società confrontate

Immediatamente si nota come i costi per TEU di Hanjin Shipping siano molto maggiori rispetto a quelli che sostiene Maersk, e il differenziale tra i costi sostenuti è molto maggiore rispetto a quello tra i ricavi come indicano gli importi degli EBITDA. Pertanto ritengo di affermare che tra le due aziende ci sia una sostanziale differenza nella struttura dei costi.

Una prima motivazione potrebbe essere che Maersk è riuscita a sfruttare molto meglio le economie di scala, forse grazie all'esperienza o alla dimensione più grande e Hanjin Shipping invece non è riuscita a sfruttarle e pertanto pur guadagnando molto più della concorrente gli costa ancora di più trasportare quel TEU.

Per confermare quanto esposto si riporta l'ultimo dato di questa analisi comparativa, i Flussi di cassa della gestione operativa per TEU. Come possiamo vedere dalla tabella sottostante Maersk riesce a creare liquidità dalla gestione operativa mentre la Hanijn Shipping nel 2010-2011 brucia liquidità, mentre negli anni seguenti inizia a crearne ma come già visto nei paragrafi precedenti è solo il risultato del miglioramento del capitale circolante netto

FCGO/TEU \$	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Maersk Line	1.087,65	1.346,09	1.489,26	836,93	427,11	2.306,66	75,00
Hanjin Shipping	97,47	409,98	388,85	1.173,60	- 692,33	- 884,63	-

Tabella 3.14 flussi di cassa società confrontate

Un altro dato interessante che emerge da questo confronto è l'evoluzione delle voci reddituali negli anni. Nel 2009, l'anno della crisi globale, anche Maersk soffre nei suoi risultati operativi ottenendo un Ebitda negativo a causa del crollo improvviso dei ricavi, ma negli anni successivi riesce immediatamente a riparare alla situazione; infatti seppur i ricavi stentano a risalire dal 2010 al 2012 la società riesce a riprendersi riesce adattando la sua struttura di costi e conseguendo margini positivi, tornando così dal 2012 ad avere di nuovo un Nopat positivo. Probabilmente Hanijn Shipping non ha avuto un management così pronto a reagire alla situazione di mercato sfavorevole.

Appurato che Maersk Line ha una struttura operativa migliore rispetto a quella presentata da Hanijn Shipping, è interessante provare a capire se mettendo Hanjin in una situazione di struttura operativa e manageriale uguale a quella di Maersk i risultati della prima sarebbero potuti essere positivi e magari salvare l'impresa dal fallimento. Per fare questo ho provveduto a calcolare l'Ebitda margin sui ricavi di Maersk Line e a ricalcolare il conto economico di Hanjin Shipping applicando questo margine, ricalcolando pertanto i costi operativi (questo in quanto dall'analisi precedente è emerso come principale differenza tra le due imprese l'importo dei costi operativi per TEU).

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ricavi netti	7.735.467,00	8.654.833,00	9.649.783,00	10.589.392,00	9.523.255,00	9.625.204,00	1.501.972,00
Costi operativi	6.651.869,20	7.322.005,81	8.429.377,94	9.740.698,27	9.140.549,72	7.924.029,22	1.524.807,94
EBITDA	1.083.597,80	1.332.827,19	1.220.405,06	848.693,73	382.705,28	1.701.174,78	- 22.835,94
Ammortamenti operativi	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00	8.406,00
Ammortamenti totali	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00	8.406,00
Risultato operativo rettificato (EBITA)	1.066.921,80	1.307.290,19	1.192.603,06	811.122,73	335.360,28	1.660.089,78	- 31.241,94
Imposte "operative"	234.722,80	287.603,84	262.372,67	178.447,00	73.779,26	365.219,75	- 6.873,23
NOPAT	832.199,01	1.019.686,35	930.230,39	632.675,73	261.581,02	1.294.870,02	- 24.368,72
Riconciliazione con risultato netto contabile							
NOPAT	832.199,01	1.019.686,35	930.230,39	632.675,73	261.581,02	1.294.870,02	- 24.368,72
Imposte "operative"	234.722,80	287.603,84	262.372,67	178.447,00	73.779,26	365.219,75	- 6.873,23
Costi (ricavi) straordinari operativi	34.725,00	51.172,00	14.316,00	-	- 16.443,00	- 11.654,00	-
Proventi/(Oneri) straordinari	-	-	-	-	- 6.845,00	4.741,00	-
Risultato operativo (EBIT)	1.032.196,80	1.256.118,19	1.178.287,06	811.122,73	344.958,28	1.676.484,78	- 31.241,94
Proventi/(Oneri) finanziari	- 167.983,00	- 204.169,00	- 367.001,00	- 503.871,00	- 312.629,00	- 293.144,00	- 22.446,00
Proventi/(Oneri) straordinari non operativi	- 44.032,00	- 383.628,00	7.422,00	5.425,00	- 8.512,00	- 11.170,00	84.670,00
Risultato ante imposte	820.181,80	668.321,19	818.708,06	312.676,73	23.817,28	1.372.170,78	30.982,06
Imposte sul reddito	- 22.057,00	8.251,00	14.420,00	29.719,00	8.536,00	85.480,00	869,00
Risultato post imposte	798.124,80	676.572,19	833.128,06	342.395,73	32.353,28	1.457.650,78	31.851,06
Interessi delle minoranze	- 27.288,00	- 24.353,00	- 26.420,00	- 12.501,00	- 11.576,00	- 3.147,00	- 962,00
Discontinued Operations	190.789,00	141.742,00	120.457,00	-	-	-	-
Risultato netto	961.625,80	793.961,19	927.165,06	329.894,73	20.777,28	1.454.503,78	30.889,06

Tabella 3.15 Conto economico Hanjin Shipping ricalcolato

Il risultato di questo esperimento è riportato qui sopra ed è a dir poco sorprendente. Infatti migliorando la redditività di Hanjin Shipping essa è in grado di coprire tutti gli oneri finanziari e gli altri costi delle altre gestioni e arriva ad avere un risultato ante imposte largamente positivo!

A fronte di questi risultati economici positivi corrisponderebbero anche dei flussi di cassa positivi? Di seguito si riportano i vari risultati parziali del rendiconto finanziario di Hanjin Shipping ricalcolato inserendo il Nopat calcolato utilizzando l'Ebitda margin di Maersk line.

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010
NOPAT	832.199,01	1.019.686,35	930.230,39	632.675,73	261.581,02	1.294.870,02
Autofinanziamento "potenziale"	848.875,01	1.045.223,35	958.032,39	670.246,73	308.926,02	1.335.955,02
Autofinanziamento "reale" FCGC	874.196,51	1.245.750,35	1.527.410,39	1.412.549,23	266.210,52	327.339,52
FCF after goodwill	1.319.490,51	2.546.894,35	1.798.336,39	1.592.521,23	(964.748,48)	(80.766,48)
Flusso di cassa disp. per gli azionisti FCFE	499.055,93	814.277,03	1.170.549,79	638.748,03	270.395,74	1.201.047,10

Tabella 3.16 Parziali rendiconto finanziario Hanjin Shipping ricalcolato

I risultati sono ancora largamente positivi. L'azienda Hanjin Shipping riuscirebbe a produrre liquidità addirittura per i suoi azionisti.

La conclusione di questa analisi è che Hanjin Shipping è fallita non solo per problematiche settoriali, di avverso contesto competitivo e di mercato, ma principalmente per la cattiva gestione operativa dell'azienda. Questo è dimostrato dall'esperimento appena presentato: infatti applicando all'Hanjin la redditività di base di Maersk Line la prima sarebbe riuscita senza alcun dubbio a rimanere sul mercato e probabilmente non sarebbe mai arrivata al livello di indebitamento che ne ha causato il collasso nel 2016.

CONCLUSIONI

Riprendendo la domanda posta nell'Introduzione siamo ora in grado di dare una risposta: come è possibile che il trasportare la fonte *della ricchezza delle nazioni*, il commercio internazionale, possa non essere redditizio? Le cause settoriali sono molteplici, ma la principale è la sproporzione tra capacità di trasporto delle imprese nel settore e la domanda di trasporto. Essendoci così tanta capacità in eccesso le imprese non riescono a far alzare i prezzi; anzi molte società preferiscono far viaggiare comunque le navi quanto più piene possibili al fine di sfruttare le economie di scala, ma per fare questo devono tenere per forza di cose i prezzi bassi decisi dal mercato. Nemmeno i vari accordi stipulati tra le più grandi compagnie sembrano riuscire a stabilizzare il mercato.

Eppure la situazione sta migliorando (per i trasportatori). La crisi di Hanjin da questo punto di vista ha espulso dal mercato un centinaio di navi in un colpo solo!

Il fallimento della società sud coreana ha messo in luce anche la difficoltà del settore ma in maniera diversa da come le varie testate giornalistiche l'hanno presentata⁵⁴. Queste infatti hanno dato per scontato che la Hanjin Shipping sia fallita a causa dei problemi del settore e che molte altre imprese la seguiranno presto, ma non è così. Il problema della sovrapproduzione del settore e la conseguente crisi dei prezzi dei noli ha solamente esacerbato una situazione già da anni disastrosa, e non per cause settoriali.

Abbiamo infatti argomentato che la Hanjin Shipping era una società gestita male dal punto di vista operativo, con costi operativi che annualmente superavano i ricavi e pertanto bruciava liquidità e ricchezza anno dopo anno, creando un fabbisogno finanziario continuo, soddisfatto per anni dalla Korea Development Bank (banca controllata dal governo Sud Coreano). Questi finanziamenti hanno solo rimandato l'inevitabile e alla fine sono divenuti insostenibili anche per il governo, che ha deciso di sacrificare la Hanjin Shipping. Se questa scelta (politica) sia stata corretta e opportuna non sono in grado di affermarlo. Invero dai dati contabili la società negli ultimi due anni stava dando dei timidi segnali di miglioramento dal punto di vista operativo, ma forse tali segnali non sono stati ritenuti sufficienti per immaginare un suo prossimo equilibrio finanziario.

Pertanto mi sento di poter affermare che la crisi della Hanjin Shipping non è stata il preludio ad una crisi generalizzata del settore, con il fallimento a catena di altre società, ma è stato solamente un caso isolato. Per giustificare questa affermazione porto l'analisi svolta su

⁵⁴Si vedano, tra gli altri, gli articoli citati nell'introduzione.

Maersk Line: questa società, nonostante le difficoltà del settore e il crollo dei ricavi unitari, riesce a creare ricchezza e a risollevarsi, e le altre grandi società la seguono. L'esercizio che è stato svolto nel terzo capitolo ricalcolando i risultati economici di Hanjin utilizzando i margini di Maersk ha dimostrato che la società sarebbe ancora in vita se solo avesse adottato una struttura operativa simile, vale a dire più efficiente.

Le conclusioni a cui sono giunto sono quindi che il mercato sta affrontando non tanto un periodo di recessione, quanto un momento di riassetto in cui gli operatori più piccoli forse non troveranno più spazio, se non fondendosi con altri. Questo perché il trasporto marittimo è sì fondamentale all'economia globalizzata, ma si è giunti ad un punto in cui gli operatori del trasporto hanno perso quasi del tutto il loro potere contrattuale a causa degli eccessivi investimenti effettuati nel passato sulla convinzione che la crescita economica globale non si sarebbe mai fermata (violando i limiti fisici e di carico sui servizi eco sistemici del Pianeta) [Tim Jackson]. Questi investimenti, consistenti in acquisti di navi con capacità di carico sempre maggiori, hanno fatto sì che ad oggi tutte le compagnie si trovano con un eccesso di capacità di trasporto e per riuscire a sfruttarla sono costrette a tenere i prezzi bassi, mettendo in seria difficoltà le compagnie più piccole.

In futuro pertanto è probabile che assisteremo ad un crescente attività di fusioni ed acquisizioni nel settore, e quando anche l'economia globale, e di conseguenza il commercio, riprenderanno a crescere (perché nessuno si prenderà la responsabilità su ciò che lasceremo alle future generazioni), le grandi imprese, sfruttando i numerosi accordi commerciali stipulati in questi ultimi tempi, riusciranno a far risalire i prezzi.

La matrice oligopolistica del mercato, tra l'altro, non è frutto delle recenti difficoltà e dei recenti accordi ma è stata già osservata in passato da numerosi studi, tra gli altri il *paper* redatto da Christa Sys e pubblicato nella rivista *Transport Policy* dal titolo "*Is the container liner shipping industry an oligopoly?*"⁵⁵ e ancora, più recentemente, il lavoro di Paula Sefan del 16 giugno 2016⁵⁶. Questi autori, tra gli altri⁵⁷, evidenziano come la struttura del settore del

⁵⁵Volume 16, Issue 5, Settembre 2009, pagine 259-270, disponibile integralmente al link:

https://www.researchgate.net/publication/222907789_Is_the_container_liner_shipping_industry_an_oligopoly

⁵⁶ Disponibile al seguente link: <http://easyfresh-global-reefer-logistics.blogspot.it/2016/06/liner-shipping-industry-oligopoly.html>

⁵⁷A risultati identici sono giunti i lavori:

- *The Global Container Shipping Industry Economics Essay*, disponibile al link: <https://www.ukessays.com/essays/economics/the-global-container-shipping-industry-economics-essay.php>
- *The Glass Container Industry: A Case Study of Oligopoly and Antitrust*, Paul Francis Haas, University Microfilms, 1970;

trasporto marittimo tramite container sia sempre stato un oligopolio, nonostante la legge delle maggiori Nazioni contrasti questa approccio al mercato e i vari accordi di cartello e collaborazione siano pertanto da ritenersi illegali.

Partendo da questa situazione e viste le difficoltà che il settore sta affrontando è verosimile immaginare per il futuro, al termine cioè del riassetamento che stiamo osservando, un mercato ancora più concentrato⁵⁸ in quanto una gestione oligopolistica della concorrenza è forse l'unica in grado di garantire alle multinazionali di estrarre dal mercato la ricchezza per sé stesse.

.

▪ *COMPETITION ISSUES IN LINER SHIPPING*, Paper by Hilde Meersman, Christa Sys, Eddy Van de Voorde and Thierry Vanellander, 19 giugno 2015, redatto per l'OECD e disponibile sul sito www.oecd.org ;

⁵⁸ Di opinione simile anche il New York Times, in un commento dei giornalisti Jonathan Soble e Gerry Doyle a seguito della fusione di tre compagnie giapponesi di trasporto marittimo tramite container, articolo intitolato *3 Japanese Shipping Companies to Merge Container Businesses*, del 31 ottobre 2016, disponibile sul sito www.nytimes.com.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Bibliografia

- Constantinescu Cristina, Aaditya Mattoo Aaditya, e Michele Ruta Michele (2015), *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*, IMF working paper, gennaio 2015;
- Crainic T.D., Kim K.H., (2007) “Intermodal Transportation”, in *Handbooks in Operations Research & Management Science*, Vol. 14.
- Fadda Liana, Garelli Roberto (2010), *Il controllo di gestione nelle imprese di shipping*, Liana Fadda, Roberto Garelli, 2010 Giappichelli Editore
- Adelheid Holl Adelheid, Ilaria Mariotti Ilaria, *The geography of logistics firm location: the role of accessibility*, Working papers SIET 2016 – ISSN 1973-3208
- International chamber of shipping (2016), annual review 2016;
- Jackson, Tim (2009), *Prosperity without growth?*, Sustainable Development Commission
- Levinson M., (2006), *The Box: How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger*. Princeton University Press.
- *Maritime sector developments in the global markets*, SmartComp Research Report No 3, October 2013
- Pwc per la commissione europea(2015):, paper dal titolo *Study on the Analysis and Evolution of International and EU Shipping*; Zoetermeer , 7 Settembre 2015;
- Ross, Hiller, Westerfield, Jaffe, Jordan (2015), *Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Schweser *Financial reporting and analysis*, Schweser notes for the CFA exam;
- Christa Sys Christa (2009), *Is the container linear shipping industry an oligopoly?*, rivista *Transport Policy* Volume 16, Issue 5, Settembre sept20 2009, pag:ine 259-270
- Banca dati di Thomson Reuters Eikon – Financial Analysis Solution, messa a disposizione dall’Università degli Studi di Padova

Sitografia

- <https://ourworldindata.org> ultimo accesso 05.05.17;

- http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/International_trade_in_goods/it *ultimo accesso 06.05.17;*
- <http://www.worldshipping.org/> *ultimo accesso 05.05.17;*
- www.brokerscare.com *ultimo accesso 10.05.17;*
- www.wto.org *ultimo accesso 05.05.17;*
- Siti delle varie imprese di shipping; *ultimo accesso 10.05.17;*
- www.economist.com *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.rapubblica.it; *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.ilsole24ore.it *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.statista.com *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.giornaledellafinanza.it *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.bloomberg.com *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.americanshipper.com *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.universalcargo.com *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.scsinternational.it *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.icontainers.com *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.nytimes.com *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.espresso.repubblica.it *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.ycharts.com *ultimo accesso 15.06.17;*
- en.sse.net.cn/index.jsp *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.ft.com *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.informare.it *ultimo accesso 10.06.17;*
- www.intenazionale.it *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.ilfattoquotidiano.it *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.trasportoeuropa.it *ultimo accesso 25.06.17;*
- www.ilmanifesto.it *ultimo accesso 15.06.17;*
- www.themeditelegraph.it *ultimo accesso 15.06.17;*

APPENDICE A – BILANCI DI HANJIN SHIPPING E RICLASSIFICAZIONE

HANJIN SHIPPING CO LTD
CONSOLIDATED BALANCE SHEET
(Millions of South Korean Won - KRW)

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Assets (KRW Millions)							
Cash and Short Term Investments	241.072,00	545.405,00	686.742,00	768.040,00	847.600,00	1.242.415,00	811.677,00
Cash & Equivalents	241.072,00	547.444,00	517.181,00	557.993,00	684.197,00	1.043.910,00	722.931,00
Short Term Investments	-	2.039,00	169.561,00	210.047,00	163.404,00	198.504,00	88.747,00
Accounts Receivable - Trade, Net	514.224,00	664.697,00	778.746,00	820.651,00	686.431,00	746.960,00	657.594,00
Accounts Receivable - Trade, Gross	429.498,00	597.170,00	717.192,00	740.157,00	615.683,00	700.718,00	680.265,00
Provision for Doubtful Accounts	- 15.063,00	- 16.906,00	- 20.144,00	- 15.305,00	- 17.591,00	- 17.385,00	- 36.071,00
Total Receivables, Net	534.839,00	725.092,00	901.629,00	962.161,00	770.843,00	867.046,00	692.016,00
Notes Receivable - Short Term	--	--	48.062,00	47.079,00	--	--	--
Receivables - Other	20.615,00	60.395,00	74.821,00	94.431,00	84.412,00	120.086,00	34.421,00
Total Inventory	117.621,00	193.459,00	323.146,00	356.269,00	368.631,00	273.597,00	237.087,00
Inventories - Other	--	--	323.146,00	356.269,00	368.631,00	273.597,00	237.087,00
Prepaid Expenses	50.130,00	74.520,00	78.492,00	108.570,00	152.027,00	179.416,00	130.743,00
Other Current Assets, Total	95.989,00	140.296,00	3.687,00	3.552,00	5.203,00	9.782,00	32.343,00
Restricted Cash - Current	75.817,00	140.195,00	-	-	-	-	-
Deferred Income Tax - Current Asset	-	-	-	-	-	-	161,00
Discontinued Operations - Current Assets	19.626,00	-	-	-	-	-	-
Other Current Assets	547,00	101,00	3.687,00	3.552,00	5.203,00	9.782,00	32.183,00
Total Current Assets	1.039.651,00	1.678.772,00	1.993.696,00	2.198.592,00	2.144.304,00	2.572.256,00	1.903.866,00
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	7.831.208,00	7.981.075,00	10.361.742,00	10.440.832,00	10.579.310,00	9.064.522,00	8.785.727,00
Buildings - Gross	75.348,00	139.680,00	156.679,00	154.392,00	165.474,00	197.178,00	224.875,00
Land/Improvements - Gross	70.233,00	66.717,00	65.102,00	65.763,00	106.242,00	169.460,00	174.620,00
Machinery/Equipment - Gross	7.468.373,00	7.551.833,00	9.857.178,00	9.552.942,00	9.145.853,00	7.034.894,00	7.489.984,00
Construction in Progress - Gross	5.885,00	4.589,00	68.644,00	457.028,00	903.108,00	1.430.144,00	707.751,00
Other Property/Plant/Equipment - Gross	211.370,00	218.256,00	214.139,00	210.705,00	258.632,00	232.847,00	188.497,00
Property/Plant/Equipment, Total - Net	5.784.294,00	6.116.357,00	7.570.339,00	7.801.046,00	7.920.377,00	6.700.970,00	5.979.078,00
Accumulated Depreciation, Total	- 2.046.914,00	- 1.864.718,00	- 2.791.403,00	- 2.639.784,00	- 2.658.933,00	- 2.363.551,00	- 2.806.649,00
Goodwill, Net	107.731,00	101.039,00	5.424,00	5.505,00	5.928,00	5.854,00	160.132,00
Intangibles, Net	7.618,00	13.749,00	16.900,00	18.549,00	24.831,00	21.170,00	253.823,00
Long Term Investments	220.051,00	317.587,00	246.636,00	213.235,00	202.144,00	515.561,00	339.131,00
LT Investment - Affiliate Companies	145.988,00	214.363,00	112.031,00	105.847,00	89.655,00	78.921,00	64.714,00
LT Investments - Other	74.062,00	103.223,00	134.606,00	107.391,00	112.490,00	436.639,00	274.416,00
Note Receivable - Long Term	241.252,00	256.204,00	711.623,00	761.722,00	874.198,00	807.044,00	154,00
Other Long Term Assets, Total	22.906,00	31.592,00	34.698,00	32.127,00	25.061,00	27.666,00	126.494,00
Deferred Income Tax - Long Term Asset	1.202,00	10.026,00	10.996,00	11.707,00	-	-	70.868,00
Other Long Term Assets	21.704,00	21.566,00	23.703,00	20.420,00	25.061,00	27.666,00	55.626,00
Total Assets	7.423.503,00	8.515.300,00	10.579.316,00	11.030.776,00	11.196.843,00	10.650.521,00	8.762.678,00
Liabilities (KRW Millions)							
Accounts Payable	812.730,00	930.481,00	1.084.748,00	833.981,00	729.935,00	775.493,00	772.358,00
Accrued Expenses	20.245,00	22.851,00	27.620,00	29.668,00	28.437,00	37.023,00	39.516,00
Notes Payable/Short Term Debt	312.990,00	381.091,00	368.651,00	109.435,00	34.639,00	2.443,00	-
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	1.492.543,00	2.127.961,00	2.667.701,00	1.494.393,00	1.194.633,00	961.242,00	942.958,00
Other Current liabilities, Total	1.433.128,00	1.596.457,00	1.910.227,00	1.841.261,00	413.205,00	294.678,00	196.044,00
Customer Advances	23.100,00	38.531,00	47.021,00	40.109,00	37.958,00	42.755,00	-
Income Taxes Payable	724,00	44.012,00	12.418,00	21.625,00	9.508,00	6.038,00	3.082,00
Other Payables	1.381.454,00	1.510.721,00	1.844.429,00	1.773.015,00	344.026,00	243.997,00	110.342,00
Other Current Liabilities	27.850,00	3.193,00	6.359,00	6.513,00	21.712,00	1.887,00	82.621,00
Total Current Liabilities	4.071.635,00	5.058.842,00	6.058.946,00	4.308.737,00	2.400.848,00	2.070.880,00	1.950.876,00
Total Long Term Debt	1.141.274,00	1.222.317,00	1.481.386,00	3.297.414,00	3.509.579,00	3.624.932,00	3.367.271,00
Long Term Debt	884.377,00	782.817,00	1.016.937,00	3.039.930,00	3.161.973,00	3.442.512,00	3.113.697,00
Capital Lease Obligations	256.896,00	439.500,00	464.449,00	257.484,00	347.606,00	182.421,00	253.575,00
Total Debt	2.946.806,00	3.731.369,00	4.517.738,00	4.901.242,00	4.738.851,00	4.588.618,00	4.310.229,00
Deferred Income Tax	2.766,00	31.698,00	14.355,00	13.742,00	11.841,00	58.021,00	4.287,00
Deferred Income Tax - LT Liability	2.766,00	31.698,00	14.355,00	13.742,00	11.841,00	58.021,00	4.287,00
Minority Interest	4.868,00	50.710,00	39.740,00	50.659,00	37.205,00	26.123,00	- 172.248,00
Other Liabilities, Total	1.424.566,00	1.424.902,00	2.347.567,00	2.119.787,00	3.249.509,00	2.168.490,00	1.705.526,00
Reserves	30.610,00	35.950,00	14.365,00	24.828,00	34.345,00	27.677,00	-
Pension Benefits - Underfunded	19.498,00	9.807,00	18.943,00	21.687,00	23.070,00	8.381,00	37.408,00
Other Long Term Liabilities	1.374.458,00	1.379.145,00	2.314.260,00	2.073.273,00	3.192.094,00	2.132.431,00	1.668.117,00
Total Liabilities	6.645.109,00	7.788.469,00	9.941.994,00	9.790.339,00	9.208.982,00	7.948.446,00	6.855.712,00

Shareholders Equity (KRW Millions)							
Common Stock, Total	1.226.350,00	1.226.320,00	631.567,00	625.000,00	625.000,00	425.000,00	370.424,00
Common Stock	1.226.350,00	1.226.320,00	631.567,00	625.000,00	625.000,00	425.000,00	370.424,00
Additional Paid-In Capital	1.771.561,00	1.790.946,00	1.485.384,00	1.433.684,00	1.479.870,00	1.372.976,00	987.205,00
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	- 2.469.180,00	- 2.430.870,00	- 1.966.541,00	- 1.263.182,00	- 629.208,00	- 254.598,00	- 34.255,00
Treasury Stock - Common	- 521.499,00	- 589.230,00	- 455,00	- 455,00	- 455,00	- 455,00	- 455,00
Unrealized Gain (Loss)	- 21.392,00	- 47.837,00	- 70.602,00	- 114.198,00	- 180.139,00	- 40.225,00	- 83.994,00
Other Equity, Total	792.554,00	777.502,00	557.969,00	559.588,00	692.795,00	690.181,00	668.041,00
Translation Adjustment	636.633,00	582.973,00	558.156,00	559.588,00	692.795,00	690.181,00	764.184,00
Other Equity	155.921,00	194.529,00	187,00	-	-	-	-
Other Comprehensive Income	-	-	-	-	-	-	96.142,00
Total Equity	778.394,00	726.831,00	637.322,00	1.240.437,00	1.987.863,00	2.702.075,00	1.906.966,00
Total Liabilities & Shareholders' Equity	7.423.503,00	8.515.300,00	10.579.316,00	11.030.776,00	11.196.845,00	10.650.521,00	8.762.678,00

HANJIN SHIPPING CO LTD
CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS
(Millions of South Korean Won - KRW)

	2.015,00	2.014,00	2.013,00	2.012,00	2.011,00	2.010,00	2.009,00
Revenue	7.735.467,00	8.654.833,00	9.649.783,00	10.589.392,00	9.523.255,00	9.625.204,00	1.501.972,00
Net Sales	7.735.467,00	8.654.833,00	9.649.783,00	10.589.392,00	9.523.255,00	9.625.204,00	1.501.972,00
Total Revenue	7.735.467,00	8.654.833,00	9.649.783,00	10.589.392,00	9.523.255,00	9.625.204,00	1.501.972,00
Cost of Revenue, Total	7.398.873,00	8.212.009,00	9.601.700,00	10.222.472,00	9.560.312,00	8.522.332,00	1.507.992,00
Cost of Revenue	7.398.873,00	8.212.009,00	9.601.700,00	10.222.472,00	9.560.312,00	8.522.332,00	1.507.992,00
Gross Profit	336.592,00	442.825,00	48.083,00	366.919,00	37.055,00	1.102.872,00	6.020,00
Selling/General/Admin. Expenses, Total	282.649,00	334.809,00	431.714,00	438.325,00	428.426,00	384.840,00	105.810,00
Selling/General/Administrative Expenses	99.540,00	122.897,00	168.169,00	171.908,00	159.263,00	129.767,00	39.419,00
Labor & Related Expense	178.396,00	206.993,00	254.462,00	256.469,00	259.094,00	243.190,00	63.920,00
Advertising Expense	4.713,00	4.919,00	9.082,00	9.948,00	10.068,00	11.884,00	2.472,00
Research & Development	333,00	334,00	897,00	809,00	101,00	4,00	-
Depreciation/Amortization	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00	8.406,00
Depreciation	16.664,00	24.630,00	26.301,00	36.170,00	46.288,00	40.684,00	5.601,00
Amortization of Intangibles	12,00	907,00	1.500,00	1.400,00	1.058,00	401,00	228,00
Amortization of Acquisition Costs	-	-	-	-	-	-	2.577,00
Interest/Investment Income - Operating	-	-	-	-	6.845,00	4.741,00	-
Investment Income - Operating	-	-	-	-	6.845,00	4.741,00	-
Interest Exp.(Inc.),Net-Operating, Total	-	-	-	-	6.845,00	4.741,00	-
Unusual Expense (Income)	63.638,00	65.015,00	20.732,00	-	16.443,00	11.654,00	-
Impairment-Assets Held for Use	26.399,00	45.828,00	-	-	2,00	-	-
Impairment-Assets Held for Sale	28.913,00	13.843,00	6.415,00	-	-	-	-
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating	-	-	-	-	16.445,00	11.654,00	-
Other Unusual Expense (Income)	8.326,00	5.344,00	14.316,00	-	-	-	-
Other Operating Expenses, Total	-	-	-	-	2.999,00	2.838,00	-
Other Operating Expense	-	-	-	-	4.545,00	4.429,00	-
Other, Net	-	-	-	-	1.547,00	7.267,00	-
Total Operating Expense	7.762.171,00	8.637.704,00	10.082.844,00	10.699.177,00	10.015.894,00	8.938.511,00	1.622.208,00
Operating Income	- 26.703,00	17.130,00	- 433.061,00	- 109.785,00	- 492.638,00	686.693,00	- 120.236,00
Interest Expense, Net Non-Operating	- 334.929,00	- 370.621,00	- 356.958,00	- 377.842,00	- 317.281,00	- 299.370,00	- 41.950,00
Interest Expense - Non-Operating	- 334.929,00	- 371.308,00	- 359.232,00	- 377.842,00	- 317.281,00	- 299.370,00	- 41.950,00
Interest Capitalized - Non-Operating	-	687,00	2.274,00	-	-	-	-
Interest/Invest Income - Non-Operating	166.946,00	166.453,00	- 10.043,00	- 126.030,00	4.652,00	6.226,00	19.504,00
Interest Income - Non-Operating	25.605,00	26.640,00	30.370,00	43.562,00	47.036,00	45.464,00	3.774,00
Investment Income - Non-Operating	141.341,00	139.812,00	- 40.413,00	- 169.591,00	- 42.384,00	- 39.238,00	15.730,00
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	- 167.982,00	- 204.168,00	- 367.001,00	- 503.872,00	- 312.629,00	- 293.144,00	- 22.446,00
Gain (Loss) on Sale of Assets	2.176,00	- 350.820,00	28.176,00	15.031,00	-	-	9.096,00
Other, Net	- 17.295,00	- 18.965,00	- 14.339,00	- 9.606,00	- 10.059,00	- 18.437,00	152,00
Other Non-Operating Income (Expense)	- 17.295,00	- 18.965,00	- 14.339,00	- 9.606,00	- 10.059,00	- 18.437,00	152,00
Net Income Before Taxes	- 209.805,00	- 556.824,00	- 786.225,00	- 608.232,00	- 815.326,00	375.113,00	- 133.434,00
Provision for Income Taxes	- 22.057,00	8.251,00	14.420,00	29.719,00	8.536,00	85.480,00	869,00
Net Income After Taxes	- 187.748,00	- 565.075,00	- 800.645,00	- 637.950,00	- 823.862,00	289.633,00	- 134.303,00
Minority Interest	- 27.288,00	- 24.353,00	- 26.420,00	- 12.501,00	- 11.576,00	- 3.147,00	- 962,00
Equity In Affiliates	-	-	-	-	-	-	75.422,00
Net Income Before Extra. Items	- 215.036,00	- 589.428,00	- 827.065,00	- 650.451,00	- 835.439,00	286.486,00	- 59.843,00
Discontinued Operations	190.789,00	141.742,00	120.457,00	-	-	-	-
Total Extraordinary Items	190.789,00	141.742,00	120.457,00	-	-	-	-
Net Income	- 24.246,00	- 447.687,00	- 706.608,00	- 650.451,00	- 835.439,00	286.486,00	- 59.843,00

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A FINI VALUTATIVI

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ricavi netti	7.735.467,00	8.654.833,00	9.649.783,00	10.589.392,00	9.523.255,00	9.625.204,00	1.501.972,00
Costi operativi	7.681.855,00	8.547.152,00	10.034.311,00	10.661.606,00	9.993.384,00	8.911.605,00	1.613.802,00
EBITDA	53.612,00	107.681,00	(384.528,00)	(72.214,00)	(470.129,00)	713.599,00	(111.830,00)
Ammortamenti operativi	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00	8.406,00
<i>Ammortamenti totali</i>	<i>16.676,00</i>	<i>25.537,00</i>	<i>27.802,00</i>	<i>37.571,00</i>	<i>47.345,00</i>	<i>41.085,00</i>	<i>8.406,00</i>
Risultato operativo rettificato (EBITA)	36.936,00	82.144,00	(412.330,00)	(109.785,00)	(517.474,00)	672.514,00	(120.236,00)
Imposte "operative"	8.125,92	18.071,68	(90.712,60)	(24.152,70)	(113.844,28)	147.953,08	(26.451,92)
Risultato operativo rettificato netto imposte (NOPAT)	28.810,08	64.072,32	(321.617,40)	(85.632,30)	(403.629,72)	524.560,92	(93.784,08)
Riconciliazione con risultato netto contabile							
NOPAT	28.810,08	64.072,32	(321.617,40)	(85.632,30)	(403.629,72)	524.560,92	(93.784,08)
Imposte "operative"	8.125,92	18.071,68	(90.712,60)	(24.152,70)	(113.844,28)	147.953,08	(26.451,92)
Benefici ai dipendenti (effetti su costo del lavoro corr)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costi (ricavi) straordinari operativi (1)	34.725,00	51.172,00	14.316,00	0,00	(16.443,00)	(11.654,00)	0,00
Proventi/(Oneri) straordinari	0,00	0,00	0,00	0,00	(6.845,00)	4.741,00	0,00
Risultato operativo (EBIT)	2.211,00	30.972,00	(426.646,00)	(109.785,00)	(494.186,00)	679.427,00	(120.236,00)
Proventi/(Oneri) finanziari (2)	(167.983,00)	(204.169,00)	(367.001,00)	(503.871,00)	(312.629,00)	(293.144,00)	(22.446,00)
Proventi/(Oneri) straordinari non operativi (3)	(44.032,00)	(383.628,00)	7.422,00	5.425,00	(8.512,00)	(11.170,00)	84.670,00
Risultato ante imposte	(209.804,00)	(556.825,00)	(786.225,00)	(608.231,00)	(815.327,00)	375.113,00	(58.012,00)
Imposte sul reddito	(22.057,00)	8.251,00	14.420,00	29.719,00	8.536,00	85.480,00	869,00
Risultato post imposte	(187.747,00)	(565.076,00)	(800.645,00)	(637.950,00)	(823.863,00)	289.633,00	(58.881,00)
Interessi delle minoranze	(27.288,00)	(24.353,00)	(26.420,00)	(12.501,00)	(11.576,00)	(3.147,00)	(962,00)
Discontinued Operations	190.789,00	141.742,00	120.457,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Risultato netto	(24.246,00)	(447.687,00)	(706.608,00)	(650.451,00)	(835.439,00)	286.486,00	(59.843,00)

NOTA (1) Costi (ricavi) straordinari operativi							
Impairment-Assets Held for Use	26.399,00	45.828,00	0,00	0,00	2,00	0,00	0,00
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating	0,00	0,00	0,00	0,00	(16.445,00)	(11.654,00)	0,00
Other Unusual Expense (Income)	8.326,00	5.344,00	14.316,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale Costi (ricavi) straordinari operativi	34.725,00	51.172,00	14.316,00	0,00	(16.443,00)	(11.654,00)	0,00

NOTA (2) Proventi/(Oneri) finanziari							
Oneri finanziari	(334.929,00)	(370.621,00)	(356.958,00)	(377.842,00)	(317.281,00)	(299.370,00)	(41.950,00)
Interest Income - Non-Operating	25.605,00	26.640,00	30.370,00	43.562,00	47.036,00	45.464,00	3.774,00
Investment Income - Non-Operating	141.341,00	139.812,00	(40.413,00)	(169.591,00)	(42.384,00)	(39.238,00)	15.730,00
Totale Proventi/(Oneri) finanziari	(167.983,00)	(204.169,00)	(367.001,00)	(503.871,00)	(312.629,00)	(293.144,00)	(22.446,00)

NOTA (3) Proventi/(Oneri) straordinari non operativi							
Impairment-Assets Held for Sale	(28.913,00)	(13.843,00)	(6.415,00)	0,00	0,00	0,00	0,00
Other income, Net	--	--	--	--	1.547,00	7.267,00	--
Gain (Loss) on Sale of Assets	2.176,00	(350.820,00)	28.176,00	15.031,00	--	--	9.096,00
Other Non-Operating Income (Expense)	(17.295,00)	(18.965,00)	(14.339,00)	(9.606,00)	(10.059,00)	(18.437,00)	152,00
Vendita di partecipazioni in affiliate	--	--	--	--	--	--	75.422,00
Totale Proventi (oneri) straordinari	(44.032,00)	(383.628,00)	7.422,00	5.425,00	(8.512,00)	(11.170,00)	84.670,00

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO A FINI VALUTATIVI

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Immobilizzazioni finanziarie operative	145.988,00	214.363,00	112.031,00	105.847,00	89.655,00	78.921,00	64.714,00
Immobilizzazioni materiali	5.784.294,00	6.116.357,00	7.570.339,00	7.801.046,00	7.920.377,00	6.700.970,00	5.979.078,00
Capitale fisso operativo	5.930.282,00	6.330.720,00	7.682.370,00	7.906.893,00	8.010.032,00	6.779.891,00	6.043.792,00
Magazzino	117.621,00	193.459,00	323.146,00	356.269,00	368.631,00	273.597,00	237.087,00
Crediti commerciali	776.091,00	981.296,00	1.613.252,00	1.723.883,00	1.645.041,00	1.674.090,00	692.170,00
Fornitori	(969.225,00)	(1.121.026,50)	(1.269.073,50)	(888.698,50)	(747.254,50)	(776.714,50)	(772.358,00)
Altre attività (passività) correnti operative (1)	(890.567,00)	(1.007.288,00)	(1.181.181,00)	(1.011.002,00)	(255.727,50)	(202.998,00)	(94.687,00)
Capitale circolante netto	(966.080,00)	(953.559,50)	(513.856,50)	180.451,50	1.010.690,00	967.974,50	62.212,00
Fondo netti	(50.108,00)	(45.757,00)	(33.308,00)	(46.515,00)	(57.415,00)	(36.058,00)	(37.408,00)
Spese prepagate	50.130,00	74.520,00	78.492,00	108.570,00	152.027,00	179.416,00	130.743,00
Altre attività/(passività) operative	22,00	28.763,00	45.184,00	62.055,00	94.612,00	143.358,00	93.335,00
Capitale investito ante avviamento	4.964.224,00	5.405.923,50	7.213.697,50	8.149.399,50	9.115.334,00	7.891.223,50	6.199.339,00
Avviamento e altri acquired intangibles	115.349,00	114.788,00	22.324,00	24.054,00	30.759,00	27.024,00	413.955,00
Capitale investito netto	5.079.573,00	5.520.711,50	7.236.021,50	8.173.453,50	9.146.093,00	7.918.247,50	6.613.294,00
Attività non operative nette (2)	161.618,00	194.169,00	309.421,00	311.237,00	263.097,00	606.645,00	432.011,00
Totale fondi investiti	5.241.191,00	5.714.880,50	7.545.442,50	8.484.690,50	9.409.190,00	8.524.892,50	7.045.305,00
Posizione finanziaria netta (3)	4.457.929,00	4.937.339,50	6.868.380,50	7.193.594,50	7.384.122,00	5.796.694,50	5.310.587,00
Patrimonio netto totale	783.262,00	777.541,00	677.062,00	1.291.096,00	2.025.068,00	2.728.198,00	1.734.718,00
Totale fonti di finanziamento	5.241.191,00	5.714.880,50	7.545.442,50	8.484.690,50	9.409.190,00	8.524.892,50	7.045.305,00

(1) Altre attività (passività) correnti operative							
Accrued Expenses	(20.245,00)	(22.851,00)	(27.620,00)	(29.668,00)	(28.437,00)	(37.023,00)	(39.516,00)
Notes Payable	(156.495,00)	(190.545,50)	(184.325,50)	(54.717,50)	(17.319,50)	(1.221,50)	0,00
Customer Advances	(23.100,00)	(38.531,00)	(47.021,00)	(40.109,00)	(37.958,00)	(42.755,00)	0,00
Other Payables	(690.727,00)	(755.360,50)	(922.214,50)	(886.507,50)	(172.013,00)	(121.998,50)	(55.171,00)
Totale attività (passività) correnti operative	(890.567,00)	(1.007.288,00)	(1.181.181,00)	(1.011.002,00)	(255.727,50)	(202.998,00)	(94.687,00)

(2) Attività non operative nette							
Immobilizzazioni finanziarie (titoli)	74.062,00	103.223,00	134.606,00	107.391,00	112.490,00	436.639,00	274.416,00
Short term investement	0,00	(2.039,00)	169.561,00	210.047,00	163.404,00	198.504,00	88.747,00
Altri assets	41.877,00	21.667,00	27.390,00	23.972,00	30.264,00	37.448,00	87.809,00
Deferred tax assets net	(2.288,00)	(65.684,00)	(15.777,00)	(23.660,00)	(21.349,00)	(64.059,00)	63.660,00
Denaro immobilizzato	75.817,00	140.195,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Current Liabilities	(27.850,00)	(3.193,00)	(6.359,00)	(6.513,00)	(21.712,00)	(1.887,00)	(82.621,00)
Totale attività non operative nette	161.618,00	194.169,00	309.421,00	311.237,00	263.097,00	606.645,00	432.011,00

(3) Dettaglio "posizione finanziaria netta"							
Liquidità	(241.072,00)	(547.444,00)	(517.181,00)	(557.993,00)	(684.197,00)	(1.043.910,00)	(722.931,00)
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	1.492.543,00	2.127.961,00	2.667.701,00	1.494.393,00	1.194.633,00	961.242,00	942.958,00
Debiti verso banche (quota a medio-lungo termine)	884.377,00	782.817,00	1.016.937,00	3.039.930,00	3.161.973,00	3.442.512,00	3.113.697,00
Debiti verso altri finanziatori (quota a medio-lungo termine)	256.896,00	439.500,00	464.449,00	257.484,00	347.606,00	182.421,00	253.575,00
Altre passività a lungo termine	1.374.458,00	1.379.145,00	2.314.260,00	2.073.273,00	3.192.094,00	2.132.431,00	1.668.117,00
Other Payables	690.727,00	755.360,50	922.214,50	886.507,50	172.013,00	121.998,50	55.171,00
Totale posizione finanziaria netta	4.457.929,00	4.937.339,50	6.868.380,50	7.193.594,50	7.384.122,00	5.796.694,50	5.310.587,00

RENDICONTO FINANZIARIO RICLASSIFICATO

KRW milioni	2015	2014	2013	2012	2011	2010
NOPAT	28.810,08	64.072,32	(321.617,40)	(85.632,30)	(403.629,72)	524.560,92
+ ammortamenti	16.676,00	25.537,00	27.802,00	37.571,00	47.345,00	41.085,00
Autofinanziamento "potenziale"	45.486,08	89.609,32	(293.815,40)	(48.061,30)	(356.284,72)	565.645,92
+ Variazione del CCN (1)	25.321,50	200.527,00	569.378,00	742.302,50	(42.715,50)	(1.008.615,50)
Autofinanziamento "reale" FCGC	70.807,58	290.136,32	275.562,60	694.241,20	(399.000,22)	(442.969,58)
- flussi netti per investimenti operativi	417.114,00	1.377.187,00	252.325,00	140.710,00	(1.275.970,00)	(745.014,00)
+ variazione fondi	4.351,00	12.449,00	(13.207,00)	(10.900,00)	21.357,00	(1.350,00)
- variazione spese prepagate	24.390,00	3.972,00	30.078,00	43.457,00	27.389,00	(48.673,00)
FCF before goodwill	516.662,58	1.683.744,32	544.758,60	867.508,20	(1.626.224,22)	(1.238.006,58)
Avviamento e altri acquired intangibles	(561,00)	(92.464,00)	1.730,00	6.705,00	(3.735,00)	386.931,00
FCF after goodwill	516.101,58	1.591.280,32	546.488,60	874.213,20	(1.629.959,22)	(851.075,58)
Investimenti finanziari netti	32.551,00	115.252,00	1.816,00	(48.140,00)	303.548,00	(174.634,00)
Variazione debiti finanziari	(785.782,50)	(1.900.778,00)	(366.026,00)	(316.731,50)	1.227.714,50	807.086,50
Oneri finanziari netti	(167.983,00)	(204.169,00)	(367.001,00)	(503.871,00)	(312.629,00)	(293.144,00)
Oneri / Proventi straordinari	84.744,00	(317.411,00)	87.143,00	(7.076,00)	(10.490,00)	2.078,00
Imposte operative	8.125,92	18.071,68	(90.712,60)	(24.152,70)	(113.844,28)	147.953,08
Imposte sul reddito	(22.057,00)	8.251,00	14.420,00	29.719,00	8.536,00	85.480,00
Variazione patrimonio netto	29.967,00	548.166,00	92.574,00	(83.521,00)	132.309,00	706.994,00
Flusso di cassa disp. per gli azionisti FCFE	(304.333,00)	(141.337,00)	(81.298,00)	(79.560,00)	(394.815,00)	430.738,00

(1) Variazione del CCN						
Magazzino	(75.838,00)	(79.687,00)	(33.123,00)	(12.362,00)	95.034,00	36.510,00
Crediti operativi	(218.006,00)	(442.780,00)	(60.631,00)	78.842,00	(29.049,00)	1.084.773,00
Debiti operativi	151.801,50	148.047,00	(305.445,00)	(141.444,00)	29.460,00	(4.356,50)
Altre attività (passività) correnti operative	116.721,00	173.893,00	(170.179,00)	(667.338,50)	(52.729,50)	(108.311,00)
TOTALE	(25.321,50)	(200.527,00)	(569.378,00)	(742.302,50)	42.715,50	1.008.615,50

APPENDICE B – DATI ECONOMICI DI MAERSK LINE

DATI IN MLN	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
External revenue	20.416	23.410	26.921	25.686				
Internal Revenue	299	319	430	510				
Total	20.715	23.729	27.351	26.196	27.188	25.108	26.038	19.929
Costi	19.190	20.405	23.139	22.883	25.009	24.099	21.436	20.232
Ebitda	1.525	3.324	4.212	3.313	2.179	1.009	4.602	- 303
Ammortamenti	1.946	1.932	1.798	1.780	1.678	1.617	1.748	1.755
Profitti/(perdite) vendita assets	25	40	89	38	23	128	23	51
Ebit	- 396	1.432	2.503	1.571	524	- 480	2.877	- 2.007
Tasse	20	- 128	- 163	- 61	- 64	- 71	- 233	- 122
NOPAT	- 376	1.304	2.340	1.510	460	- 551	2.644	- 2.129
Utile d'esercizio	- 384	1.287	2.199	1.463	461	- 553	2.642	- 2.127
	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009
FCGO	1.060	3.271	4.119	3.732	1.799	899	4.200	131
CF used capital expinditure	- 586	- 2.143	- 1.974	- 1.607	- 3.550	- 3.170	- 975	- 1.331
FCF	474	1.128	2.145	2.125	- 1.751	- 2.271	3.225	- 1.200
Investimenti in assets	1.892	2.260	2.186	1.729				
	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009
Total assets	25.034	24.857	24.595	24.486				
non-interest-bearing liabilities	4.953	4.803	4.511	4.440				
Invested capital net	20.081	20.054	20.084	20.046	20.649	18.502	16.972	17.340