



PROGETTO CERTEZZE

**Documento espositivo
Roma, 21 giugno 2017**

Estensori:

Claudio Tarlazzi, Segretario Generale Uiltrasporti

Prof. Philip Gian Piero Moschetti PhD

Sommario

1	Executive summary	2
2	La proposta Uiltrasporti.....	4
3	Il modello di governance	4
3.1	Il modello dualistico	4
3.2	Lufthansa	5
3.3	Air France KLM	5
4	La valutazione del capitale economico	6
4.1	Introduzione	6
4.2	Criteri di valutazione	7
4.2.1	Criteri del costo	7
4.2.2	Criteri economico finanziari	7
4.2.3	Criteri di mercato	7
4.3	Documentazione di riferimento	8
4.4	Limiti del lavoro	8
4.5	La valutazione.....	8

1 Executive summary

Il progetto della Ultrasporti verte sull'opportunità di realizzare un quadro di certezza al mercato, per favorire l'ingresso di investitori industriali.

Si compone di 5 pilastri:

1. Certezza finanziaria; mediante l'eliminazione dei sovra costi stimati in circa 300 milioni di euro¹ (carburante, noleggi, manutenzione, sistema informatico).
2. Certezza del piano industriale; con politiche commerciali più efficienti e di investimento sul lungo raggio, facendo altresì leva sulle risorse interne.
3. Certezza sul costo del lavoro; per 3 anni mediante congelamento delle retribuzioni e recupero delle efficienze nella gestione del personale.
4. Certezza degli azionisti; mediante l'ingresso dei lavoratori e dello Stato nel capitale azionario.
5. Certezza della governance; introduzione del modello duale come realizzato nei principali concorrenti

Nel prosieguo si analizza in profondità la proposta di far transitare SAI-Alitalia verso un modello di governance duale, anche eventualmente supportando il cambiamento con un intervento diretto dei lavoratori nel capitale azionario. Tale intervento potrebbe aggirarsi fra i 2.000 ed i 3.000 euro a lavoratore.

Per porre la situazione nel quadro della governance dei grandi gruppi aerei, il documento analizza la situazione dei due maggiori competitor di Alitalia nel settore delle c.d. Hub Airlines.

I lavoratori sono presenti nei consigli di sorveglianza sia di Lufthansa (LH) che di Air France KLM, (AFK). Nel caso di LH i lavoratori eleggono 10 dei 20 membri votanti, 50% del totale; mentre nel caso di AFK sono 3 su 15 che vanno ad affiancarsi ai 3 proposti invece dallo Stato.

Per comprendere il peso dell'ingresso dei lavoratori nel capitale, si è poi proceduto a stimare un possibile intervallo di valori per il capitale economico di AZ.

La valutazione operata è il risultato della stima, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali diminuite di tutte le passività. La metodologia è quindi statica e non prende in considerazione la capacità dell'azienda di produrre risultati economici in quanto allo stato non è disponibile un piano industriale capace di fornire la proiezione dei flussi.

La valutazione non può che essere operata integrando i dati dal bilancio 2015 con quanto registrato dalla Stampa: il risultato presenta quindi un intervallo molto ampio essendo compreso fra i 250 ed i 600 mln di euro, a seconda delle ipotesi adottate riguardo alle passività insorte nel 2016.

È possibile che i valori reali siano al di fuori dell'intervallo.

In base a tale valutazione, supponendo un valore di intervento dei lavoratori intorno a 2.500 €, per 12.000 lavoratori comporterebbe una partecipazione intorno al 10% non molto dissimile da quella dei lavoratori in AF, pari al 6% circa. Qualora tale valore fosse aggiunto ad un intervento statale di pari valore il controllo esterno sarebbe del 20% circa, sufficiente ad evitare il ripetersi delle cattive gestioni fin qui operate.

¹Ricordiamo che l'EBIT operativo è negativo per 336 milioni secondo i valori forniti dalla Società.

2 La proposta Uiltrasporti

Uiltrasporti identifica nella erraticità e nei continui cambiamenti strategici le ragioni fondamentali della crisi di Alitalia.

I risultati dell'analisi svolte, infatti figurano in Alitalia una società in cui le funzioni manageriali sono state deficitarie o inadeguate, o, al meglio, manifestamente assenti anche a causa dei continui cambi del piano industriale e della dirigenza. Negli ultimi 10 anni il *benchmark* Lufthansa ha avuto tre amministratori delegati, di cui uno è poi rimasto nel gruppo divenendo il Presidente del Consiglio di Sorveglianza, contro i tredici dell'Alitalia fra amministratori delegati e commissari.

Il numero dei piani industriali, e quindi degli obiettivi e degli strumenti, è probabilmente superiore a quello degli amministratori.

La rinascita dell'Alitalia non può quindi che passare da un ripensamento del modello di gestione, oltre che da nuovi indirizzi strategici.

La Uiltrasporti intende quindi promuovere lo spostamento di Alitalia verso un modello dualistico.

Per porre la situazione in prospettiva, il documento analizza la situazione dei due maggiori competitor di Alitalia nel settore delle c.d. Hub Airlines.

Tale spostamento potrebbe essere accompagnato da un intervento diretto dei lavoratori nel capitale azionario, che potrebbe aggirarsi fra i 2.000 ed i 3.000 euro a lavoratore. Qualora tale intervento fosse condiviso da tutti i lavoratori, la massa disponibile sarebbe intorno ai 30 mln di euro disponibili come equity per la società; quale percentuale di capitale questo valore vada poi a costituire dipende dalle ipotesi di valutazione riportate nel prosieguo.

3 Il modello di governance

3.1 Il modello dualistico

La principale caratteristica della governance duale è la suddivisione in due diversi organi delle attività gestionali e di controllo di una società, che nella struttura amministrativa *classica* fanno capo al consiglio di amministrazione, e per la parte relativa al controllo al collegio sindacale

Il modello dualistico nasce in Germania. Le società azionarie tedesche (Aktiengesellschaft) hanno tipicamente tre organismi aziendali: la riunione annuale dei soci, il consiglio di amministrazione (Vorstand) ed il consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat).

Il modello italiano e francese ricalca quello tedesco e richiede del pari una chiara separazione dei compiti tra le funzioni di gestione e quelle di vigilanza. I membri del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza devono esercitare lo standard di cura di una persona di affari, che sia prudente e diligente nell'esercizio delle sue funzioni.

Nel rispetto di questo standard di assistenza, i membri devono non solo tenere conto degli interessi degli azionisti, come avviene in genere in un consiglio di amministrazione statunitense, ma anche degli interessi di altri componenti, come i dipendenti della società e, in qualche misura, dell'interesse pubblico.

Il consiglio di amministrazione è responsabile della gestione della società e della sua rappresentanza nei rapporti con terzi. Le responsabilità del consiglio di amministrazione nel corso ordinario di attività sono paragonabili a quelle svolte dai dirigenti di un'azienda statunitense.

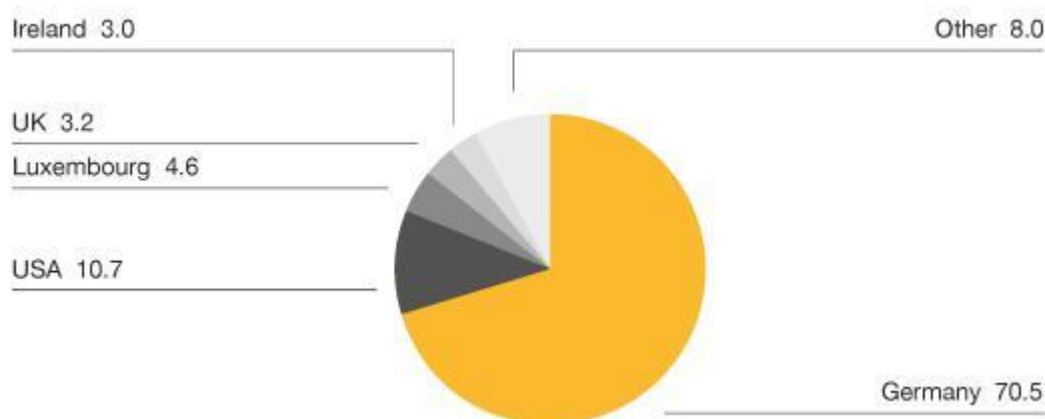
Il consiglio di sorveglianza sovrintende al consiglio di amministrazione della società. I suoi membri non sono coinvolti nella gestione quotidiana della società, ma lo statuto societario deve specificare quelle materie di fondamentale importanza che possono essere

trattate solo su preventivo consenso del consiglio di sorveglianza, il quale può anche specificare ulteriori questioni. Le questioni che richiedono il consenso preventivo includono solitamente decisioni o azioni che hanno un impatto fondamentale sul patrimonio, sulla situazione finanziaria o sul reddito della società.

3.2 Lufthansa

L'azionariato di LH presenta la suddivisione per nazione riportata nella figura seguente.

Figura 1: composizione azionariato Lufthansa per nazione dell'azionista



In base ai dati raccolti non è stato possibile definire con certezza l'identità degli azionisti interni. Al momento della privatizzazione i maggiori azionisti tedeschi erano la banca di sviluppo tedesca KfW, lo Stato del Nord Reno Westfalia, le ferrovie e le poste tedesche; allo stato non è stato possibile valutare l'evoluzione dell'azionariato tedesco.

La tabella seguente sembra dimostrare che comunque nessun azionista tedesco dovrebbe stare al di sopra del 3%.

Tabella 1: principali azionisti di Lufthansa

Azionista	Percentuale di possesso
Templeton Global Advisors Limited	9.95 %
BlackRock, Inc.	3.30 %

Gli organi della governance di Lufthansa sono i seguenti.

Il Consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat), al quale sono demandate le funzioni di controllo e che determina le linee guida e di indirizzo della società. Nel caso della Lufthansa è composto da 22 membri di cui 20 votanti, suddivisi in 10 membri indipendenti esterni e 10 rappresentanti dei lavoratori.

Il Consiglio di gestione (Vorstand), che si occupa dell'amministrazione e gestione della società uniformandosi alle linee guida formulate dal Consiglio di sorveglianza, è composto da 5 persone.

3.3 Air France KLM

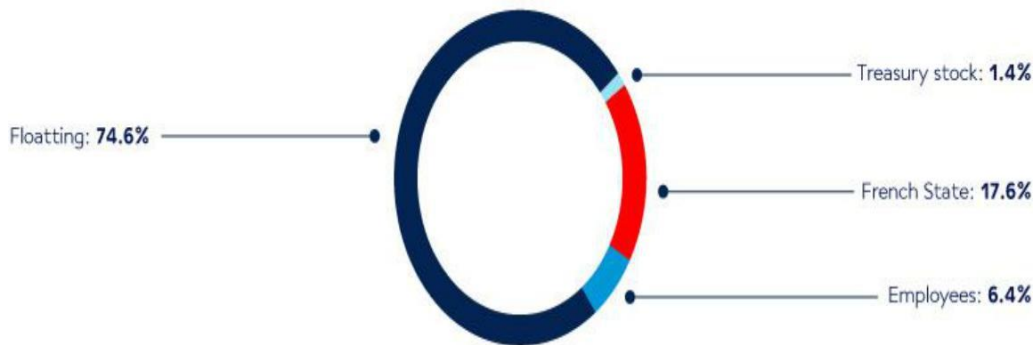
I dipendenti AF posseggono il 6,4% del capitale, mentre lo Stato francese circa il 20%

Figura 2

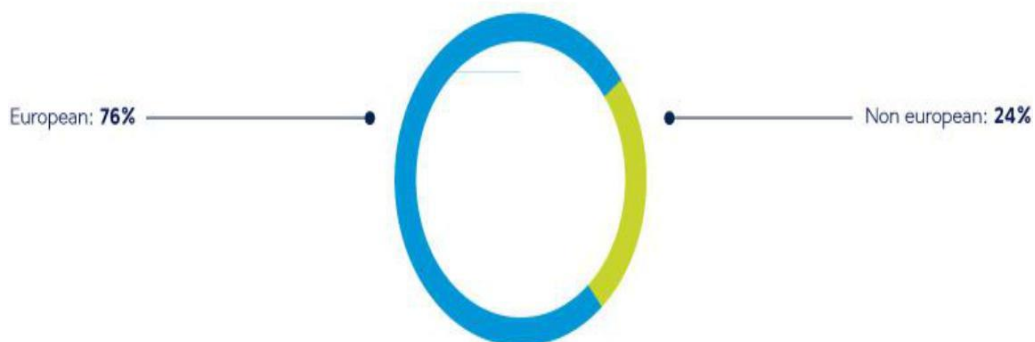
Quadro A composizione azionariato per tipologia dell'azionista

Quadro B: composizione azionariato per nazione dell'azionista

Breakdown of capital as of March 31, 2016



Breakdown of shareholding: European and non European as of March 31, 2016



In base a questa divisione, la nomina dei 15 amministratori nel consiglio di sorveglianza è così suddivisa:

- 13 amministratori nominati dall'Assemblea, tra cui:
 - 2 proposti dallo Stato francese
 - 2 rappresentanti di azionisti dipendenti
- 1 rappresentante dei dipendenti nominati dal Comitato di Gruppo francese
- 1 rappresentante dello Stato nominato con decreto ministeriale

Il Consiglio di sorveglianza determina la direzione delle attività del Gruppo e garantisce la loro attuazione. Il suo mandato è quello di lavorare con la Direzione Generale per assicurare una gestione regolare delle attività in linea con i pareri e le raccomandazioni dei comitati specializzati.

Il Comitato Esecutivo del Gruppo si riunisce ogni due settimane, alternando Amsterdam e Parigi, per determinare gli orientamenti principali del Gruppo nell'ambito della strategia approvata dal Consiglio di Amministrazione.

4 La valutazione del capitale economico

4.1 Introduzione

Per valutare a quale percentuale corrisponda un contributo dei lavoratori di circa € 30 mln è necessario avere un'idea del valore della società.

Non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende, ma la dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione.

Queste metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda. Sempre corrette sotto il profilo teorico, presentano nella loro applicazione pratica problemi peculiari derivanti dall'identificazione delle variabili essenziali.

I metodi di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Illustriamo ora il criterio adottato nel caso in questione, confrontandolo con gli altri proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale.

4.2 Criteri di valutazione

4.2.1 Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione. Il costo di sostituzione include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili aventi utilità equivalente.

Secondo questa metodologia, il valore è il risultato di una stima, a valori di mercato di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali criteri non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici e sono quindi particolarmente adatti al caso di specie, ove, allo stato non è disponibile un piano industriale nè un azionista in grado di svilupparlo.

Per questa ragione, la valutazione da noi di seguito proposta adotta questa metodologia.

4.2.2 Criteri economico-finanziari

I criteri economico-finanziari di contro si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

Questa ipotesi identifica nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione, utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro, può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

Questi criteri, necessitando di proiezioni economiche di medio-lungo termine che non sono disponibili, sono stati scartati.

4.2.3 Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fissato in scambi di beni simili nel recente passato.

Il metodo consiste nel raffrontare il ramo d'azienda o la società da valutare, con società quotate simili ed applicare i ratio di valutazione e.g. price/earnings o price /book value, con quelli espressi da Az.

Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate. Questa ipotesi non è verificata in quanto Az non presenta caratteristiche reddituali confrontabili.

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato aventi per oggetto aziende simili. Il caso che potrebbe fungere da *benchmark* è quello di Meridiana, il cui 49% è in via di acquisizione da parte di Qatar Airways. In questo caso il capitale economico della società è stato valutato pari a € 52 mln.

Poiché Az ha un numero di passeggeri pari a circa 5 volte quelli di Meridiana ed un numero di aerei di circa 10 volte la società potrebbe comparabilmente essere valutata fra i € 250 ed i 500 mln.

4.3 Documentazione di riferimento

Di regola, ai fini delle valutazioni è come minimo necessaria l'analisi dei bilanci relativi ai 5 esercizi precedenti, ma in casi eccezionali si può ritenere accettabile l'utilizzo di proiezioni di periodi più brevi.

Nel caso Alitalia la scelta è limitata al solo 2015, mentre per il 2016 si è supplito con valori 2015 variati in base alle notizie reperite sulla Stampa e sui documenti ufficiali disponibili pubblicamente della società.

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico della Società, abbiamo utilizzato la seguente documentazione principale:

Bilancio civilistico SAI 2015

Documento denominato Unions QA_Ita fornito dalla SAI in sede di trattative sindacali

Note comunicati Stampa e quanto altro disponibile

Studi di settore predisposti da analisti indipendenti, bilanci di società concorrenti e altre informazioni disponibili al pubblico.

4.4 Limiti del lavoro

Non è stata effettuata alcuna indagine circa i titoli di proprietà dei beni stimati, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi.

Non sono state verificate eventuali passività potenziali (o di minori attività attese).

Non abbiamo svolto alcuna verifica indipendente o controlli di altro tipo sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza e correttezza

4.5 La valutazione

In base ai calcoli finora svolti il valore di Az sarebbe compreso fra i 250 ed i 600 mln di euro.