

## Il punto su Alitalia

### Quanto vale l'azienda, quanto la paga Cai e quanto costa l'operazione agli italiani

di Andrea Giuricin e Ugo Arrigo

Il Commissario straordinario è stato autorizzato a cedere a Cai gli asset Alitalia per 1,052 miliardi di euro mentre, adottando criteri omogenei a recenti cessioni di imprese aeronautiche in Europa, possiamo valutarli 1,8 miliardi. Cai, in sostanza paga il 60% degli aerei di proprietà Alitalia di cui si fa carico e riceve in regalo il 100% dei suoi slot, circa 1300 diritti quotidiani di decollo e atterraggio in una molteplicità di aeroporti italiani, europei e di altri continenti. Di essi una quarantina di coppie riguardano primari aeroporti, soggetti a congestione, di capitali e grandi città europee. Nello scorso dicembre l'allora amministratore delegato di Alitalia Prato aveva ceduto tre coppie di slot a Heathrow al prezzo di 92 milioni di euro, più di 30 in media per coppia.

La cessione a Cai comporta dei costi per la collettività che non si limitano alla differenza tra i debiti complessivi di Alitalia, pari a 2,3 miliardi, come recentemente dichiarato dal Commissario straordinario, e il prezzo di cessione ma includono una molteplicità di voci: nei prossimi cinque anni i viaggiatori spenderanno 3 miliardi di euro in più, due terzi dei quali se ne andranno sulle rimopolizzate rotte domestiche; la protezione sociale dei dipendenti Alitalia e AirOne non assorbiti da Cai costerà nello stesso periodo almeno 1 miliardo, la bad company costerà 1 miliardo ulteriore e il fisco e gli enti previdenziali incasseranno oltre 1,5 miliardi in meno a causa del fatto che la nuova Alitalia sarà molto più piccola della precedente più AirOne e verserà molti meno contributi sociali e imposte. Se a tali cifre sommiamo anche la quota di competenza del contribuente-azionista delle perdite di Alitalia prodotte da aprile ad oggi, dopo la rinuncia alla soluzione Air France, arriviamo a un costo complessivo di 7 miliardi di euro nel periodo 2008-2013, distribuiti secondo il grafico allegato.

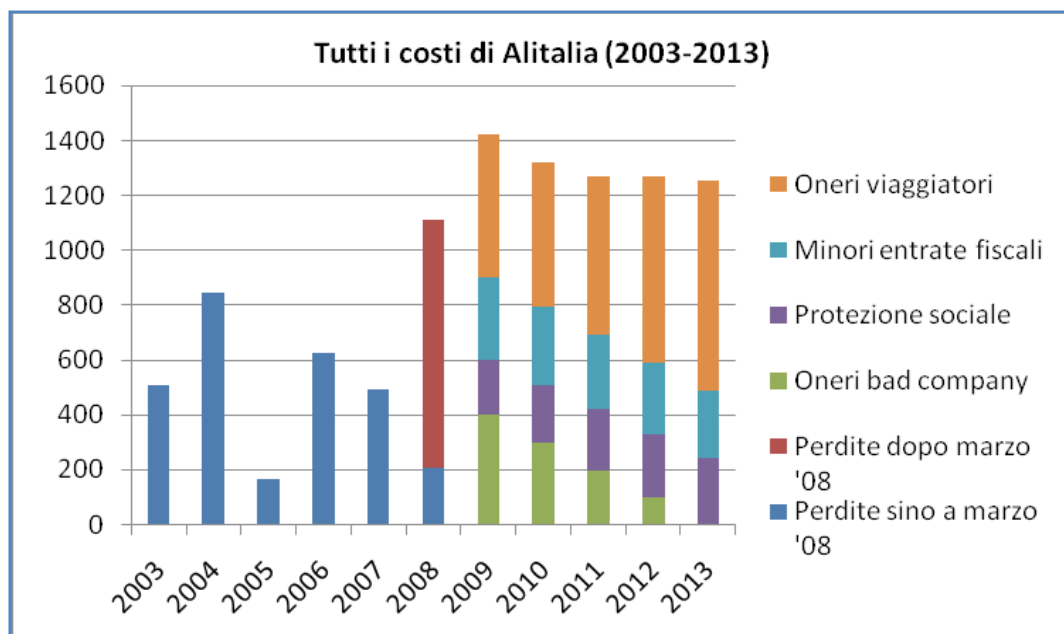
Questo è il prezzo del mantenimento della proprietà della compagnia in mani italiane. La vecchia e inefficiente Alitalia era costata nel quinquennio 2003-2007 'solo' 2,6 miliardi (perdite cumulate del periodo), dei quali solo 1,3 miliardi hanno pesato sul contribuente italiano in qualità di azionista. Il rimedio Cai, in sostanza, pesa sui conti dei cittadini oltre 5 volte il male al quale si è voluto porre termine (le perdite dell'azienda pubblica). Se si fosse lasciata Alitalia nelle mani del mercato sul finire degli anni novanta si sarebbe evitato il male delle perdite, se la si fosse affidata al mercato nel 2006-7, vendendola al miglior offerente senza ulteriori condizioni, si sarebbe evitato il male del costosissimo rimedio bianco-rosso-verde.

#### KEY FINDINGS

- L'accettazione del Ministro Scajola e del Commissario Fantozzi dell'offerta CAI chiude parte dei capitoli nel processo di vendita di Alitalia; la nuova compagnia aspetta il certificato di volo dell'ENAC e deve scegliere ancora il partner internazionale.
- La cessione a CAI comporta dei costi per la collettività che non si limitano alla differenza tra i debiti complessivi di Alitalia, pari a 2,3 miliardi.
- La vecchia e inefficiente Alitalia era costata nel quinquennio 2003-2007 2,6 miliardi dei quali solo 1,3 miliardi hanno pesato sul contribuente italiano in qualità di azionista.
- Il rimedio CAI pesa sui conti dei cittadini oltre 5 volte il male al quale si è voluto porre termine, pari a 7 miliardi di euro nei prossimi 5 anni.
- CAI pagherà gli asset Alitalia per 1,052 miliardi di euro mentre, adottando criteri omogenei a recenti cessioni di imprese aeronautiche in Europa, possiamo valutarli 1,8 miliardi.
- La cessione a CAI risulterà pertanto in grado di soddisfare solo il 43,5% degli importi attesi dai creditori.

*Andrea Giuricin è assistente presso l'Università di Milano – Bicocca. È inoltre Fellow dell'Istituto Bruno Leoni. Ugo Arrigo insegna Finanza Pubblica nell'Università di Milano Bicocca.*

FIGURA 1



La permanenza in mani italiane del controllo aziendale, inoltre, non è assicurata per un lungo periodo e neppure nel quinquennio, anzi è probabile che terminerà molto prima. I soci Cai non possono fare a meno di un grande vettore straniero come partner industriale ed Air France, che era disponibile nel marzo scorso a spendere oltre 2,5 miliardi per acquisire e rilanciare Alitalia, ora potrà entrare nel capitale di Cai sborsando non più di 200-250 milioni di euro, collocandosi in tal modo in prima fila per subentrare ai soci italiani quando vorranno o dovranno cedere la proprietà. Inoltre il partner straniero, se agirà strategicamente, non avrà nessun incentivo ad aiutare i soci italiani a gestire l'azienda nel modo migliore possibile poiché, se così facesse, allontanerebbe nel tempo il momento dell'acquisizione del controllo ed alzerebbe il prezzo di acquisto. Quanto prima e più gravemente i gestori italiani sbaglieranno nella gestione, tanto prima e con esborso contenuto egli potrà acquisire il controllo dell'azienda italiana.

### *Dallo 'Stato imprenditore' agli 'imprenditori di Stato'*

Dopo il via libera da parte del Ministro dello sviluppo economico alla cessione degli asset Alitalia a Cai e l'accettazione dell'offerta da parte del Commissario straordinario, Cai è quasi pronta al decollo poiché manca all'appello solo un passaggio chiave: la concessione da parte dell'Enac del certificato di operatore aereo (Coa) e della licenza aeronautica.

Non abbiamo alcun dubbio che questo passaggio possa esaurirsi rapidamente: l'Enac non vede l'ora di concedere le certificazioni, a neppure quattro settimane dalla richiesta da parte di Cai e nonostante lo stesso sito dell'Enac informi gli aspiranti imprenditori aeronautici che "Il processo di rilascio ... è un processo di verifica di rispondenza ai requisiti lungo e complesso che può durare dai tre ai sei mesi e al quale prendono parte varie professionalità dell'Ente"<sup>1</sup>. Si tratta di un efficientismo che permetterà certamente all'Ente di ricevere i riconoscimenti del Ministro della funzione pubblica Brunetta.

<sup>1</sup> <http://www.enac-italia.it/documents/NumeroVerde/IlSistemadeiControlli.pdf>, pag. 3, secondo para-

L'ENAC, dovrebbe essere indipendente; tuttavia non si è rivelato arbitro, ma parte in gioco nella vicenda Alitalia come ha dimostrato in più occasioni, ponendo anche degli ultimatum per l'accettazione dell'offerta CAI. Da ultimo il comunicato del 18 novembre scorso emesso dall'Enac, quando la vendita di Alitalia non era ancora stata accettata dal Commissario Straordinario: "L'ENAC rende noto di aver convocato per venerdì 21 novembre il Commissario Straordinario di Alitalia, Augusto Fantozzi, e l'Amministratore Delegato di CAI, Rocco Sabelli, per l'istituzione di un comitato di monitoraggio e di vigilanza sulla fase di transizione tra la compagnia Alitalia ed il nuovo vettore." L'ENAC dunque dava per certa la firma e si preoccupava di istituire un comitato di monitoraggio e vigilanza sulla fase di transizione tra Alitalia e il nuovo vettore.

L'accordo di cessione degli asset, che è propedeutico al rilascio delle certificazioni, era a sua volta subordinato alla valutazione dei due advisor, Banca Leonardo per il Ministero delle Attività produttive e Rotschild per la Gestione Commissariale dell'azienda, circa la congruità del prezzo proposto da Cai, pari a un miliardo di euro per le attività oggetto di cessione. Il responso è pervenuto e non risulta molto dissimile: 1051 milioni di euro nella più elevata tra le due stime, quella della Banca Leonardo.

Anche se nella nostra valutazione il prezzo congruo è di 1,8 miliardi, come illustreremo più avanti, non avevamo dubbi sul fatto che i due advisor avrebbero dato parere favorevole. L'offerta ha avuto anche l'avallo del ministro dello sviluppo economico Claudio Scajola, che ha confermato il 19 novembre, tramite un comunicato stampa, che la cessione degli asset di Alitalia a Cai non dovrà avvenire a un prezzo inferiore a 1052 milioni di euro.

La motivazione più probabile della decisione favorevole è che essendovi stata sollecitazione a manifestare interesse per gli asset da parte del Commissario e nessun soggetto ha offerto di più rispetto a Cai, allora il mercato non ha valutato gli asset più di quanto abbia fatto Cai. Pertanto la cessione a Cai al prezzo da essa proposto avviene a condizioni di mercato e non vi è in questo alcun aiuto di Stato in favore dell'acquirente.

Peccato, soprattutto per i creditori di Alitalia, che chi era più disponibile a spendere per comperare la compagnia di bandiera (il riferimento è, ovviamente, ai vettori esteri) al mercato non ha neppure potuto avvicinarsi perché straniero. Come insegniamo nelle aule universitarie (almeno per ora) il prezzo di mercato nasce dal libero incontro di chi desidera acquistare e di chi desidera vendere; in questo caso, invece, chi desiderava acquistare ma era privo del passaporto tricolore è stato lasciato fuori dalla porta dallo scorso aprile per anatema nazionalistico dell'allora Presidente del Consiglio entrante.

La soluzione Cai rappresenta a nostro avviso un radicale cambiamento di modello nell'intervento pubblico: dallo 'Stato imprenditore' della vecchia Alitalia agli 'imprenditori di Stato' della Cai e da liberisti convinti non abbiamo alcun dubbio nel preferire il primo modello al secondo. Il prezzo proposto da Cai non dovrebbe dunque essere considerato un prezzo di mercato bensì un prezzo di Stato per una cessione infragruppo della politica italiana (visto che la politica continuerà a influenzare la nuova realtà in misura non inferiore rispetto alla vecchia).

Gli eventi che hanno contrassegnato il caso Alitalia nella prima metà di novembre dimostrano come la vecchia azienda sia nella fase di chiusura dei battenti per fine attività; la nuova, tuttavia, non emerge ancora all'orizzonte per capacità industriale e non è ancora in grado di dare conferma agli osservatori che sarà in grado di coprire adeguatamente quel quinto circa del mercato nazionale del trasporto aereo che le rimarrà dopo l'acquisizione anche di AirOne.

### *I piloti scioperano e l'azienda taglia i voli*

In questi giorni si assiste ad una notevole confusione operativa di Alitalia, avviata da scioperi selvaggi e bianchi dei piloti sui quali sembra tuttavia essersi innestata un riduzione deliberata dei voli da parte dell'azienda, finalizza a riempire di più gli aerei e a risparmiare sui costi, data la liquidità in fase di esaurimento nelle casse dell'azienda.

Per quanto riguarda gli scioperi è evidente che, interessando un servizio pubblico essenziale quale il trasporto, non è giustificabile interrompere il servizio aereo se non con un adeguato preavviso e nel rispetto delle norme esistenti. L'azione di una parte dei piloti è pertanto irresponsabile, in grado di danneggiare solo i (residui) consumatori che ancora utilizzano Alitalia e la vecchia azienda, non certo la Cai che non è ancora subentrata di fatto; essa appare pertanto anche poco razionale, salvo che gli scioperanti puntino al fallimento della compagnia, ritenendolo un esito migliore rispetto alla cessione imposta da Cai alle sue condizioni.

In effetti se la procedura fallimentare riaprisse la procedura di cessione degli asset, obbligando a rimuovere l'assurdo vincolo della proprietà nazionale del vettore in favore della cessione al miglior offerente, si otterrebbe un risultato molto positivo e, in ogni caso, si avrebbe il vantaggio derivante dalla possibilità per altri vettori di coprire gli spazi lasciati liberi da Alitalia, ora invece saldamenti riservati agli 'imprenditori di Stato' della cordata Cai.

Lo sciopero selvaggio dimostra che i dipendenti Alitalia credono ancora di poter condizionare la gestione dell'azienda, come succedeva con la vecchia compagnia; tuttavia bisogna rimarcare che i piloti detengono la maggior forza contrattuale poiché, al contrario degli assistenti di volo, necessitano di un addestramento specifico per condurre ogni singola tipologia di aereo e non è certo realizzabile una loro rapida sostituzione con altri piloti, poiché non è detto che quelli disponibili sul mercato siano abilitati alla conduzione degli aeromobili della vecchia Alitalia. Cai, che non ha dimostrato sinora una grande competenza tecnica nel settore aeronautico, si trova ora costretta a proporre il contratto ad ogni singolo pilota, ma questa soluzione allunga i tempi e può ostacolare il nuovo vettore nell'intento di essere operativo dal primo di dicembre.

Sarebbe paradossale, ma certo non impossibile visto come funzionano i servizi pubblici nel nostro paese, che Cai debba rinviare il decollo perché azienda e futuri dipendenti non hanno fatto in tempo a scambiarsi per raccomandata postale la proposta contrattuale e la relativa accettazione.

### *Il mercato italiano del trasporto aereo è in caduta*

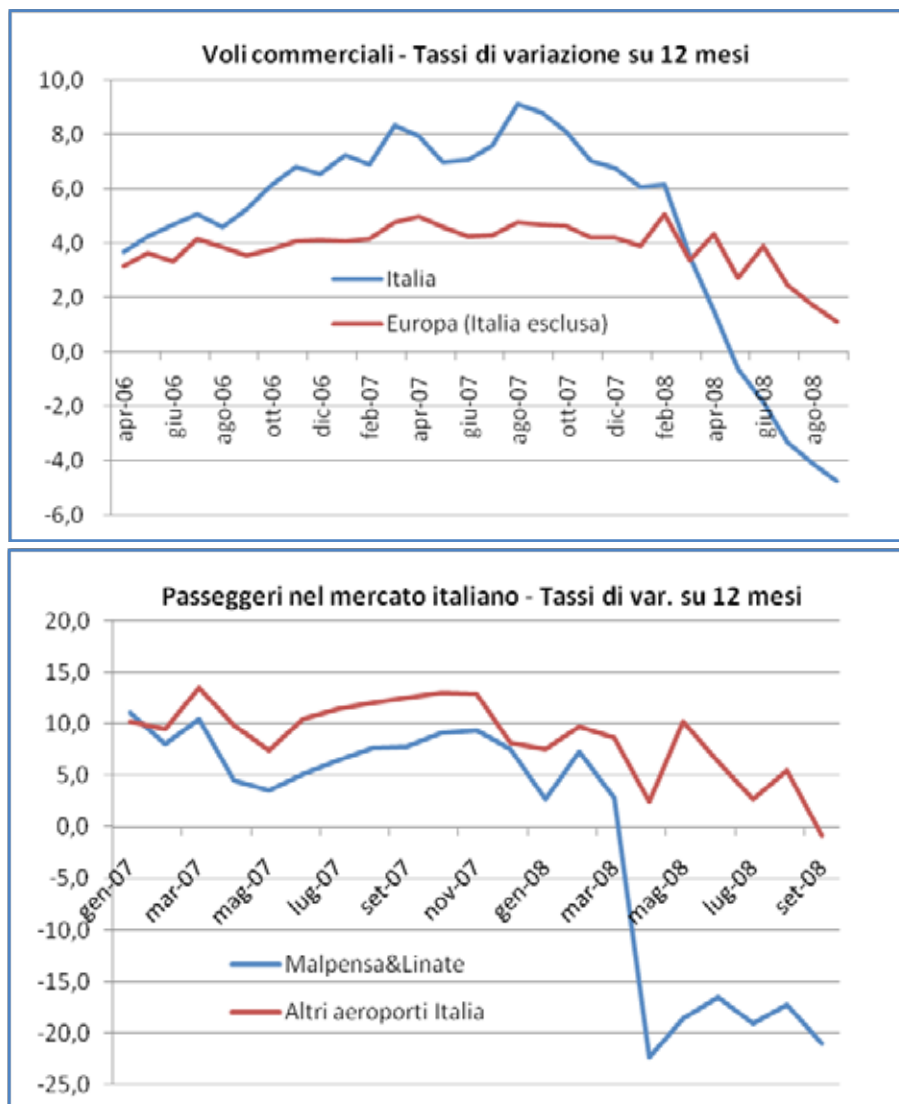
Nel frattempo il mercato italiano del trasporto aereo, grazie alla condizione critica della compagnia di bandiera sulla quale si è innestato in corso d'anno dapprima il boom delle quotazioni petrolifere e successivamente la crisi economica internazionale, risulta in piena fase recessiva. Secondo i dati Assaeroporti nel mese di settembre i passeggeri sui cieli italiani sono stati il 5,6% in meno rispetto allo stesso periodo del 2005; di essi quelli viaggianti su rotte internazionali sono diminuiti del 3,8% e quelli su rotte domestiche dell'8,4%. In sostanza la diminuzione che ha interessato Alitalia sulle tratte nazionali non è stata compensata né da AirOne né da altri vettori.

In relazione ai primi nove mesi dell'anno i tassi di variazione rispetto all'analogo periodo del 2007 sono ancora di segno positivo ma destinati a peggiorare ulteriormente nell'ultimo trimestre e a divenire negativi per l'intero 2008: la crescita complessiva dei passeggeri è risultata dell'1%, interamente dovuto al +1,6% del traffico internaziona-

le, a fronte di un identico numero di passeggeri sul fronte domestico. La situazione è particolarmente pesante per il sistema aeroportuale milanese: Malpensa -16,4% nei primi nove mesi e -25,5% in settembre, Linate -3% nei primi nove mesi e -10,3% in settembre.

I dati negativi relativi al mercato italiano non trovano tuttavia corrispondenza nel resto dell'Europa. Dall'esame dei dati Eurocontrol relativi al numero di voli dell'aviazione commerciale sui cieli europei emerge infatti, se escludiamo l'Italia, un rallentamento della crescita che è iniziato nel primo trimestre del 2008 e si è accentuato nei due successivi. In settembre i voli sono comunque risultati più elevati dell'1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Come si può osservare dal grafico<sup>2</sup> quanto si sta verificando nel nostro paese risulta molto più negativo: dopo aver registrato tassi di variazione su 12 mesi molto più elevati rispetto al resto d'Europa per tutto il 2006 e 2007, a partire da aprile scorso, con la riduzione di attività di Alitalia, vi è stata una rapida caduta che ha portato in un solo anno il tasso tendenziale da un +9% a un -5%.

FIGURE 2 E 3

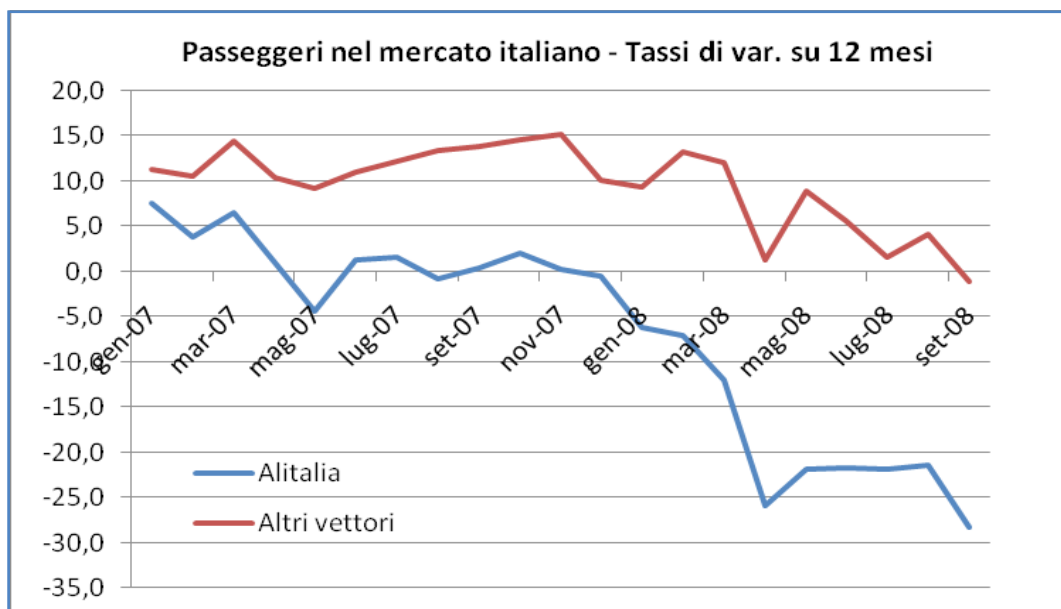


<sup>2</sup> Nel grafico il tasso di variazione relativo a ogni mese è stato calcolato, al fine di attenuare fattori di calendario, rapportando i voli del trimestre terminante nel mese indicato rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente.

Il dato negativo del nostro paese risulta a sua volta molto differenziato a seconda che si consideri, sulla base del numero di viaggiatori, il sistema aeroportuale di Milano (gli aeroporti di Malpensa e Linate gestiti dalla società pubblica Sea) oppure gli altri aeroporti d'Italia. Mentre per tutto il 2007 i due gruppi di aeroporti hanno registrato tassi di crescita molto consistenti, attorno all'11% su base annua gli altri aeroporti d'Italia e circa 7,5% gli aeroporti Sea, a partire dallo scorso aprile vi è stata una netta divaricazione: la rinuncia di Alitalia ad utilizzare Malpensa come hub, con il conseguente spostamento a Fiumicino dei voli intercontinentali, e la soppressione di molti voli da Malpensa per destinazioni domestiche ed europee, ha fatto precipitare il tasso di variazione dei passeggeri su 12 mesi negli aeroporti milanesi attorno al -20%; negli altri aeroporti italiani, invece, il tasso di variazione su 12 mesi è diminuito lentamente dagli elevati valori del 2007 ed è passato al segno negativo solo in settembre.

A complemento dell'analisi precedente il terzo grafico evidenzia la variazione della domanda che ha interessato Alitalia da un lato e i rimanenti vettori dall'altro: mentre nel 2007 e nel primo trimestre 2008 la domanda rivolta alle compagnie diverse da Alitalia registrava tassi di crescita su base annua molto elevati e compresi tra il 10 e il 15%, a partire dal secondo trimestre si è manifestato un rallentamento, dovuto presumibilmente al fatto che i vettori hanno reagito al consistente rialzo del jet fuel rivedendo i programmi di espansione dell'offerta. Anche in questo caso solo nello scorso settembre il tasso di variazione è divenuto negativo. Molto diversa la dinamica relativa ai passeggeri Alitalia: dopo un 2007 stazionario la domanda è diminuita già nel primo trimestre 2008 (più che proporzionalmente rispetto alla contrazione dell'offerta da parte dell'azienda) ed è poi precipitata nel secondo e terzo a tassi di variazione compresi tra il -20 e il -30%.

FIGURA 4



La lettura congiunta dei tre grafici ci permette di sostenere che: (i) la 'recessione' europea del trasporto aereo è per ora determinata in gran parte dal caso italiano; (ii) esso, a sua volta, deriva in via predominante dalla crisi di Alitalia, dalla sua riduzione di attività e di domanda; (iii) la crisi Alitalia si è ripercossa, almeno per ora, prevalentemente sugli aeroporti milanesi gestiti dalla Sea; (iv) in maniera negativa per il mercato italiano la crisi della compagnia di bandiera si è sovrapposta in corso d'anno al rincaro

petrolifero e alla crisi internazionale che ha dissuasato gli altri vettori dal rimpiazzare la declinante offerta di Alitalia

Alitalia nei primi nove mesi del 2008 ha trasportato meno di un passeggero su cinque e non appare più essenziale per il mercato italiano del trasporto aereo; se fino a dieci anni fa la compagnia trasportava circa metà dei viaggiatori italiani e si poteva considerare irrinunciabile per il sistema italiano del trasporto aereo, oggi un eventuale fallimento non avrebbe un impatto dirompente e l'eventuale perdita dell'offerta di Alitalia porrebbe essere integralmente rimpiazzato nell'arco di un paio di stagioni lata. Sul mercato europeo la quota di mercato di Alitalia è ormai inferiore al 3% mentre a livello nazionale l'ex compagnia di bandiera ha trasportato in settembre poco più del 15 per cento dei passeggeri. La crisi Alitalia, inoltre, non sembra aver giovato ad AirOne, compagnia in sofferenza, oberata dai debiti, con un basso load factor e con la sorte incerta sino alla soluzione Cai dello scorso agosto: la sua quota di mercato non raggiunge il 7 per cento e non ha registrato alcun incremento a seguito della riduzione che ha interessato la compagnia di bandiera.

TABELLA 1

Quota di mercato in Italia

	Settembre 2008	Gennaio-settembre 2008
Alitalia	15.6%	17.8%
AirOne	6.6%	6.7%
Alitalia & AirOne	22.2%	24.5%

Fonte: elaborazioni su dati Assaeroporti ed AEA

### Le recenti decisioni dell'Unione Europea

La Commissione Europea ha bocciato lo scorso 12 novembre il prestito ponte di 300 milioni di euro che il 22 Aprile scorso era stato concesso all'Alitalia con una decisione bipartisan da parte del Governo uscente guidato da Romano Prodi in accordo col neopremier Silvio Berlusconi. La decisione era inevitabile poiché le motivazioni alla base di questo finanziamento risultavano discutibili. Si affermava infatti che il prestito era concesso per garantire la continuità territoriale del servizio aereo, quando in realtà questa era già assicurata dal mercato e dal sistema degli oneri di servizio pubblico; la seconda motivazione riguardava invece il mantenimento dell'ordine pubblico, ma essa si configurava come priva di senso poiché implicitamente veniva sostenuto che non poteva essere lasciata fallire una compagnia aerea senza che lo Stato fosse in grado di mantenere tranquillità sociale e un ordinato sistema dei trasporti.

La Commissione Europea ha quindi preso una decisione ovvia e inevitabile nel dichiarare aiuto di Stato il prestito ponte; lo Stato italiano dovrà a questo punto rimborsare i 300 milioni di euro a se stesso poiché il prestito non ricade sulla nuova Alitalia/Compagnia Aerea Italiana guidata da Roberto Colaninno, ma sarà un ulteriore debito a carico della bad company. L'offerta Cai, che valuta Alitalia un miliardo di euro senza attribuire alcun valore economico agli slot, copre tuttavia solamente una parte limitata dei debiti dell'ex vettore di bandiera, che il Commissario Fantozzi ha nei giorni scorsi dichiarato ammontare a 2,3 miliardi di euro; pertanto i soldi immessi tramite il prestito ponte non potranno di fatto mai essere recuperati.

La Commissione Europea ha tuttavia preso nello stesso giorno una decisione importante in favore di CAI; nella sua sentenza del 12 novembre ha infatti riconosciuto la

discontinuità tra l'ex vettore nazionale e la Compagnia Aerea Italiana andando incontro alla posizione dei soci della cordata italiana che l'avevano posta come condizione sospensiva per l'offerta d'acquisto degli asset Alitalia. In questo modo Cai non potrà essere chiamata a rispondere dei debiti dell'ex vettore di bandiera, che resteranno in capo esclusivamente alla bad company, cioè ai contribuenti italiani e ai creditori della compagnia guidata dal Commissario straordinario Fantozzi.

La Commissione Europea ha sottolineato che gli asset devono essere venduti a prezzi di mercato e il fatto che l'offerta di Cai non dia un valore agli slot è certamente una violazione a questa posizione europea ma non è detto che essa sarà messa in evidenza e censurata dalle Autorità comunitarie; la vendita quasi certamente si concluderà con l'esito voluto dal Governo Italiano. Gli 'imprenditori di Stato' della cordata Cai si apprestano pertanto ad incassare un grosso regalo a spese dei contribuenti italiani e dei creditori e azionisti privati di Alitalia: il 100% degli slot detenuti dalla vecchia Alitalia nonostante l'offerta Cai si prenda in carico solo il 60% degli aerei di proprietà della vecchia compagnia. Una parte non trascurabile degli slot riguarda inoltre aeroporti europei di primaria importanza, dato che l'ex vettore di bandiera ha ancora 42 coppie di slot negli aeroporti di Parigi, Londra, Monaco, Francoforte, Madrid e Barcellona oltre alla posizione oligopolista detenuta nell'aeroporto di Milano Linate.

Il Commissario Europeo ai trasporti Tajani ha affermato che l'offerta Cai è trasparente e di mercato perché sono state presentate 60 manifestazioni d'interesse per i diversi asset di Alitalia, *36 delle quali confermate, provenienti da operatori nazionali, comunitari e internazionali* e quella di Cai è risultata maggiore. Tuttavia Tajani non ha spiegato se essa è maggiore perché Cai compra più asset o maggiore per ogni asset domandato. La differenza tra i due casi è cruciale e, per evidenti ragioni di trasparenza, il Commissario, come ha fatto per quella della cordata italiana, dovrebbe pubblicare anche le altre offerte in modo che sia possibile evidenziare se per qualcuna l'importo è superiore a quello proposto da Cai, ad esempio per specifici slot della compagnia di bandiera o per altre singole parti del gruppo.

Ciò che invece in sede europea non è stato rimarcato è il fatto che il Governo italiano ha espressamente escluso che la proprietà dell'azienda potesse ricadere in mani non italiane, assumendo una posizione in contrasto con la normativa comunitaria. Essa si limita infatti a prevedere che il controllo delle aziende aeronautiche titolari di licenza sui cieli dell'Unione debba essere in capo a soggetti comunitari e non ammette restrizioni ulteriori a questa previsione. L'atteggiamento ingiustificatamente nazionalista ha scoraggiato la manifestazione di offerte alternative a Cai per l'intero gruppo Alitalia in quanto nessun operatore attento alla propria redditività si metterebbe contro i voleri del regolatore di un mercato nazionale. In tal modo sono stati danneggiati i creditori di Alitalia e i suoi azionisti di minoranza e di maggioranza, questi ultimi identificabili nei contribuenti italiani.

Come evidenziato nel comunicato stampa che ha illustrato la decisione: "La Commissione ha concluso che la procedura di cessione dei beni di Alitalia non costituisce un aiuto di Stato se la cessione è effettuata alle condizioni di mercato"; ci sembra tuttavia dubbio che si possa parlare di effettive condizioni di mercato se chi era più disponibile a spendere per acquisire l'intero vettore di bandiera è stato esplicitamente dissuaso a presentare la propria candidatura dalla posizione ufficiale del Governo.

Ci sembra inoltre che la Commissione abbia inutilmente concentrato il suo rigorismo sul prestito ponte per distoglierlo opportunamente dall'offerta Cai di subentro ad Alitalia, in relazione alla quale assolutamente nulla ha detto circa la sospensione italiana per via legislativa delle norme antitrust. Per la Commissione, in sintesi: (a) prestare



300 milioni a un'azienda pubblica è un aiuto di Stato illegittimo ma regalare 1300 diritti di atterraggio e decollo giornalieri a un'azienda privata no; (b) prestare 300 milioni a un'impresa pubblica che opera in concorrenza è una violazione della concorrenza ma permettere per legge a un'impresa privata di operare senza concorrenza evidentemente non lo è più.

### *L' 'incumbente' Cai compra il 60% degli aerei di Alitalia e riceve in regalo il 100% dei suoi slot*

Come è stato reso noto dal Commissario straordinario, il prezzo proposto per l'insieme delle attività Alitalia di interesse di Cai è un miliardo di euro che sarà pagato parte in denaro e parte attraverso l'accollo di debiti (625 milioni) e il pagamento del saldo algebrico tra specifiche partite debitorie e creditorie; la parte in denaro sarà versata in più rate, di cui solo 100 milioni alla chiusura dell'operazione prevista per il 30 novembre 2008, il resto in due rate successive a sei e 24 mesi. Per beni e contratti di Alitalia Cai offre 900 milioni, per la parte di Alitalia Servizi di suo interesse 57 milioni, 7 milioni per AZ Airport, 19 per Alitalia Express e 17 per Volare.

Il prezzo offerto da Cai è piuttosto basso rispetto ai debiti della vecchia Alitalia, che il Commissario ha dichiarato ammontare a 2,3 miliardi di euro. La cessione a Cai risulterà pertanto in grado di soddisfare solo il 43,5% degli importi attesi dai creditori. Sulla congruità dell'offerta si sono espressi in questi giorni i due advisor, Banca Leonardo per il Ministero dell'Industria, che ha valutato gli asset 1051 milioni di euro e Rothschild per il Commissario di Alitalia, il quale ha effettuato una valutazione ancora inferiore, pari a 931 milioni di euro.

Ma l'offerta è davvero congrua? Ci permettiamo di illustrare alcune ragioni del nostro dissenso. Tra i beni oggetto di acquisizione vi sono nell'offerta Cai 64 aerei dei 109 complessivamente di proprietà di Alitalia (oltre al subentro nei contratti di leasing di altri 29 aeromobili). A fine 2007 i 109 aerei risultavano valutati in bilancio 1,98 miliardi di euro; se consideriamo nell'ammontare massimo ipotizzabile la loro perdita di valore in corso d'anno possiamo stimare un ammortamento negli 11 mesi per 180-230 milioni di euro che ridurrebbe al massimo la loro valutazione a 1,75 miliardi di euro al 30 novembre 2008, data prevista per il subentro di Cai.

Il valore medio per aeromobile sarebbe pertanto di 16 milioni di euro, corrispondente a circa 1,02 miliardi di euro per i 64 aerei oggetto di cessione (se assumiamo, in maniera ragionevole, un identico mix tra breve e lungo raggio negli aerei oggetto di acquisizione rispetto agli aerei in proprietà della vecchia Alitalia). In sostanza Cai si limita, offrendo un miliardo a pagare all'incirca il valore di libro dei velivoli che acquisisce mentre tutti i diritti di traffico (i preziosi slot per il decollo e l'atterraggio negli aeroporti, tra cui numerosi aeroporti europei importanti e soggetti a congestione) sono valutati assolutamente zero.

### *Il valore degli slot non è zero (e può raggiungere cifre molto elevate)*

La problematica maggiore riguarda dunque il valore gli slot; essi non sono di proprietà né della compagnia aerea, né degli aeroporti, ma sono assegnati in Italia da Assoclearance in base ai cosiddetti *Grandfather's rights*: la compagnia storica che occupa lo slot ha il diritto di conservarlo e lo mantiene anche nella stagione lata successiva se lo ha utilizzato per almeno l'80% del tempo. Non esiste dunque un mercato primario degli slot, ma in Gran Bretagna da alcuni anni è attivo il *secondary trading*: le compagnie aeree che detengono uno slot perché lo hanno utilizzato nella stagione precedente e non

intendono più avvalersene possono rivenderlo ad altri vettori. Grazie a questa possibilità la stessa Alitalia lo scorso 26 dicembre ha venduto tre coppie<sup>3</sup> di slot che deteneva a Heathrow per la cifra di 92 milioni di euro; ogni slot è stato valutato in media circa 30 milioni di euro.

Mentre la possibilità del mercato secondario non era attiva nel resto d'Europa, lo scorso 30 aprile la Commissione Europea ha precisato, tramite la comunicazione n. 672/08, che su tutto il territorio dell'Unione deve considerarsi la possibilità del secondary trading. In tal modo gli slot di Alitalia, che non erano valutati nello stato patrimoniale dell'azienda al 1° dicembre 2007, hanno ora un valore esplicitabile.

Si tratta di una posizione ragionevole della Commissione: il valore degli slot è una componente importante del valore di una compagnia aerea che diviene fondamentale nel caso dei vettori tradizionali, quelli che detengono gli slot negli aeroporti più congestionati. Negli aeroporti/fasce orarie congestionate, infatti, non è dunque possibile ottenere slot dal gestore aeroportuale se non acquistandoli da vettori che ne dispongono. Poiché le compagnie storiche sono quelle che hanno avviato i collegamenti più indietro nel tempo, in periodi in cui non vi era scarsità, e hanno in conseguenza scelto le fasce orarie più interessanti per i consumatori, detengono ora i diritti più pregiati.

La stessa Alitalia possiede diritti di atterraggio e decollo nei principali scali europei, tendenzialmente congestionati, nei quali la possibilità di aprire una nuova rotta è subordinata all'acquisto oneroso dei relativi slot. Le coppie di slot nei principali aeroporti europei soggetti a congestione sono 42, come illustrato nella tabella seguente, dei quali 24 riferiti a voli da/per Roma Fiumicino e 18 da/per gli aeroporti di Milano. E' dunque insostenibile l'idea che Cai possa acquisirli dal Commissario Alitalia a prezzo zero.

## TABELLA 2

### Coppie di slot detenute da Alitalia nei principali aeroporti europei

Aeroporto	Linate	Roma	Totale
London Heathrow	5	5	10
Paris CDG (1)	4	9	13
Madrid	4	3	7
Barcellona	3	3	6
Francoforte	2	2	4
Monaco	0	2	2
Totale	18	24	42

(1) due da Malpensa

Fonte: Alitalia, stagione estiva 2008

La giustificazione di Cai nel valutare zero gli slot potrebbe consistere nel fatto che se l'ex compagnia di bandiera fallisse, perderebbe la licenza di volo e quindi non avrebbe più diritto agli slot. Ma in tal caso essi non andrebbero a Cai ma ritornerebbero al gestore aeroportuale e verrebbero assegnati alle compagnie che si sono messe in lista d'attesa per ottenerli, nell'ordine temporale di formazione della lista. Cai, che è nata da pochissime settimane, non è certo presente in queste liste in posizione utile per ottenere l'assegnazione. Poiché Alitalia ha ancora la licenza di volo, seppur provvisoria, e altre compagnie hanno manifestato la volontà di ottenere i suoi slot ad un prezzo mag-

giore di zero, il Commissario non dovrebbe rifiutare tali offerte anche se è ostacolato nell'accettarle dal carattere inscindibile dell'offerta di Cai.

Un secondo problema, anch'esso piuttosto grosso dell'offerta di Cai, è che essa prevede l'acquisizione (a prezzo zero) non solo dei diritti di traffico attualmente esercitati da Alitalia attraverso i 64 velivoli oggetto dell'offerta di acquisto e gli altri aerei in leasing sui quali Cai subentrerebbe bensì del 100% degli slot attualmente nella disponibilità di Alitalia, compresi quelli utilizzati dai 45 aerei in proprietà e dagli altri in leasing che Cai non intende acquisire. Si tratta di slot che Cai non potrà utilizzare perché non avrà un numero sufficiente di aeromobili a disposizione per farlo.

E' evidente che la sottrazione al Commissario di slot che la nuova compagnia non avrà la possibilità di utilizzare danneggia in maniera consistente la gestione commissariale e i suoi creditori poiché ne impedisce la vendita ad altri soggetti eventualmente interessati, ad esempio in congiunzione ai rimanenti 45 velivoli che il Commissario dovrà cedere per poter rimborsare crediti e obbligazioni. Sarà molto difficile per Fantozzi piazzare sul mercato 45 aeromobili piuttosto vecchi, oltre che grandi consumatori di carburante, se non potrà farlo in congiunzione con diritti di traffico grazie ai quali altri vettori potranno utilizzarli sui cieli europei.

Dal punto di vista di Cai il vantaggio di acquisire slot che non saranno utilizzati è differente a seconda che si tratti di diritti relativi a rotte domestiche oppure a rotte europee. Nel primo caso l'obiettivo è di impedire che possano essere utilizzati da concorrenti, eventualità che si porrebbe in forte contrasto con la finalità, perseguita attraverso la fusione con AirOne, di restringere la concorrenza sul mercato interno e aumentare in maniera consistente le tariffe. Nel secondo caso non si vede altro beneficio se non quello derivante dalla loro cessione nell'arco del prossimo semestre lata ad altre compagnie (in primo luogo il prossimo partner internazionale di Cai); infatti sulle rotte infraeuropee la concorrenza è già molto estesa (i vettori low cost hanno raggiunto in estate il 45% dei posti offerti da e per l'Italia) e il congelamento degli slot ex Alitalia relativi a queste rotte non produrrebbe effetti paragonabile alla stessa operazione attuata sulle tratte domestiche.

La vendita ad altri vettori da parte di Cai degli slot posseduti nei maggiori aeroporti europei e non più utilizzati avrebbe peraltro la conseguenza di ridurre in maniera significativa per i suoi azionisti l'esborso netto complessivo dell'intera operazione di acquisizione della vecchia Alitalia.

### *Gli asset di Alitalia richiesti da Cai valgono almeno 1,8 miliardi*

Quanto valgono complessivamente gli slot di Alitalia? Secondo una nostra stima prudenziale (riportata in IBL Focus n°112)<sup>4</sup> un valore compreso tra i 550 e i 900 milioni di Euro, con una stima media di 700-750 milioni. Sommando tale cifra al valore degli aeromobili oggetto dell'offerta, pari a 1000-1050 milioni, e a circa altri 100 milioni per edifici, terreni e altre immobilizzazioni si perviene ad una stima complessiva del valore degli asset oggetto dell'offerta Cai (fair value) di almeno 1,8 miliardi di euro, l'80% in più di quanto proposto al Commissario straordinario. Se invece Cai si accontentasse di acquisire una percentuale di slot corrispondente alla quota di aeromobili Alitalia (in proprietà e leasing) che intende effettivamente impiegare, l'offerta congrua per l'insieme delle attività di Alitalia così riformulato scenderebbe a nostro avviso a 1,5 miliardi di euro, in ogni caso il 50% in più rispetto al prezzo proposto.

4 E in precedenza pubblicata sull'Espresso del 18 settembre scorso.

E' interessante, infine, stimare il valore di Alitalia nella sua integrità aziendale, quello che si sarebbe potuto pensare di incassare a inizio 2008 vendendo il vettore sul mercato mondiale al miglior offerente, rinunciando alle due idee, che valutiamo in maniera totalmente negativa, della proprietà tricolore e dello spezzatino aziendale tra bad company e good company, introdotto con le nuove norme sulle crisi d'impresa di fine agosto scorso. Quanto sarebbe stato disponibile un grande vettore europeo (Air France, Lufthansa o British) a pagare Alitalia, come complesso integrato e funzionante, stimandone il valore sulla base dei redditi attesi dalla gestione dell'azienda con i criteri della casa madre?

Un'ipotesi ragionevole è che, gestita in maniera analoga alla casa madre, l'azienda possa generare una profittabilità simile. In tal caso dovremmo ipotizzare una redditività industriale (Ebit/ricavi) compresa tra il 6% (valore 2007 di Lufthansa e AF-Klm) e il 10% (valore di British). Sapendo che i gruppi maggiormente interessati ad Alitalia erano e sono i primi due potremmo accogliere prudenzialmente un 4,5%, che immaginiamo riguardare la generalità degli esercizi futuri.

Poiché la base alla quale applicare tale percentuale è data dai ricavi di Alitalia, che nel 2007 sono stati di 4,75 miliardi di euro, stimiamo un risultato netto della gestione industriale di 220 milioni di euro anno. A questo punto è possibile ottenere una stima del valore aziendale moltiplicando l'Ebit di 215 milioni per un multiplo che potrebbe essere ragionevolmente posto pari a dieci. Otterremmo in tal modo un valore di 2,15 miliardi di euro, da intendersi come fair value (e dai quali detrarre, ovviamente, le passività che verrebbero assunte dal compratore). Un valore aziendale di 2,15 miliardi di euro sarebbe risultato pari al 45% dei 4,75 miliardi di ricavi. Si tratta di una percentuale in linea con quella relativa ad operazioni di acquisizione di imprese aeronautiche realizzate o tentate negli ultimi mesi, in particolare il caso Austrian Airlines e il caso SN Brussels:

- 1) Austrian, nell'offerta Lufthansa del 25 ottobre scorso, è stata valutata 225 milioni per la quota non statale (4,5 euro per azione) e 1 euro simbolico per il 41,56% di proprietà pubblica. Sommando ai 225 milioni di equity value i 970 circa di debiti si arriva a un fair value di circa 1,2 miliardi, corrispondente al 47% dei 2551 milioni di ricavi operativi 2007 del vettore austriaco.
- 2) SN Airholding, proprietaria di Brussels Airlines, è stata ceduta a Lufthansa per 250 milioni di euro che sommati ai 147 milioni di debiti danno luogo a una valutazione aziendale di circa 400 milioni (fair value), pari al 43% dei 921 milioni di fatturato 2007.
- 3) L'offerta di Cai per gli asset di Alitalia, invece, è di un miliardo di euro a fronte di circa 3,6 miliardi di euro di fatturato atteso dalle attività acquistate. Rispetto al fatturato atteso il valore indicato è solo del 27 per cento, di gran lunga inferiore a quella delle offerte di Lufthansa per i due operatori precedenti.

### *I costi della soluzione Cai per contribuenti e consumatori sono il quintuplo di quelli della vecchia e inefficiente Alitalia*

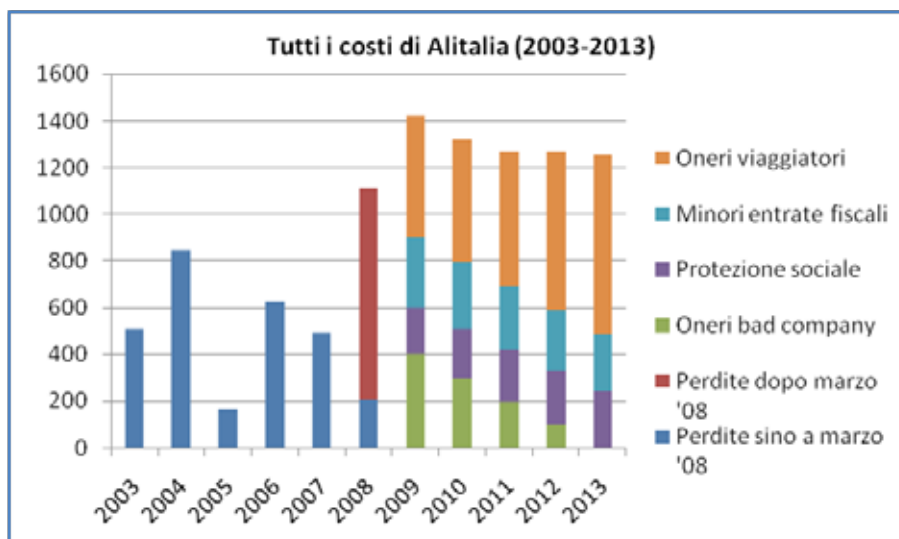
La soluzione Cai ai problemi della vecchia Alitalia ha un costo elevato per i cittadini, intesi sia come contribuenti che come consumatori del servizio di trasporto aereo. La soluzione 'all'italiana' comporterà nel prossimo quinquennio (2009-13) oneri aggiuntivi per circa 6,6 miliardi di euro, corrispondenti a 1,3 miliardi di euro in media all'anno:

- 3 miliardi (600 milioni in media all'anno) rappresentano, come è stato evidenziato in IBL Briefing Papers n. 62, i maggiori oneri per i viaggiatori i quali dovranno affrontare tariffe più elevate rese possibili, in particolare, dalla monopolizzazione

delle rotte principali sul mercato domestico (2,1 miliardi di oneri, oltre 400 milioni all'anno);

- 3,6 miliardi circa (più di 700 milioni in media all'anno) rappresentano invece gli oneri che ricadono sui contribuenti<sup>5</sup>, stimati nel seguente modo: (i) sbilancio tra debiti e attività Alitalia 850 milioni (debiti Alitalia 2,3 miliardi meno prezzo di cessione a Cai 1,05 miliardi meno introiti del Commissario per asset residui 400 milioni); (ii) indennizzo agli azionisti di minoranza della vecchia Alitalia 150 milioni; (iii) protezione sociale dei lavoratori di Alitalia e AiOne non assorbiti da Cai: 1 miliardo (integralmente finanziato con 2 euro ciascuno di maggiore tassa d'imbarco da 100 milioni di passeggeri all'anno); (iv) minori introiti contributivi e tributari derivanti dalla minore occupazione e dalla minore attività di Cai rispetto alle due precedenti aziende: 1,6 miliardi.
- A tali cifre occorrerebbe aggiungere circa 1,1 miliardi di perdite Alitalia nel 2008, dei quali circa 900 milioni si sono verificati da aprile in avanti ed erano pertanto evitabili qualora si fosse ceduta Alitalia ad Air France-Klm il 31 marzo scorso. Imputandone metà al contribuente, azionista di Alitalia al 49,9%, e aggiungendo tale cifra al conteggio precedente possiamo arrotondare a 7 miliardi tondi tondi il costo monetario della soluzione all'italiana nei sei anni compresi tra il 2008 e il 2013. Bisognerebbe conteggiare inoltre la perdita di benessere dei lavoratori non riassunti, al netto della protezione sociale utilizzata, di quella dei lavoratori precari (che le statistiche si sono persino rifiutate di conteggiare tra gli esuberi) e fare una stima anche dei costi non monetari generati nelle vite di diverse migliaia di persone. Questo tuttavia, per sfortuna (ma forse per fortuna), non siamo in grado di farlo.

FIGURA 5



Le stime precedenti riguardano i costi del rimedio 'tricolore'. E i costi del 'male'? Per un raffronto si può andare a vedere quanto è costata Alitalia nell'ultimo quinquennio 'normale', 2003-2007: esattamente 2,65 miliardi di perdite cumulate, circa 530 milioni all'anno in media. Ma di esse solo la metà, pari a 1,3 miliardi complessivi, è ricaduta sul contribuente, azionista di Alitalia al 49,9%. Il rimedio, in sostanza, ci costerà oltre 5 volte il male. Se si fosse lasciata Alitalia nelle mani del mercato sul finire degli anni novanta si sarebbe evitato il male delle perdite, se la si fosse affidata al mercato nel

5 Una precedente stima è stata pubblicata dall'*Espresso* dell'11 settembre scorso.

2006-7, vendendola al miglior offerente senza ulteriori condizioni, si sarebbe evitato il male del costosissimo rimedio bianco-rosso-verde.

Il grafico illustra i costi di Alitalia e della soluzione Cai, anno per anno, dal 2003 al 2013 sulla base dei dati storici sino al primo trimestre 2008 e delle nostre stime, illustrate in precedenza, per i periodi successivi<sup>6</sup>.

La crisi aiuta le compagnie aeree più efficienti in un mercato concorrenziale; tuttavia la legge 166/2008 approvata lo scorso 27 ottobre, la cosiddetta “Salva Alitalia”, limita l'intervento dell'antitrust nel caso di fusioni e di fatto chiude alla concorrenza il mercato italiano. Come lo stesso “Piano Fenice” ammette, Cai avrà una posizione di rendita di monopolio che le permetterà di conseguire 3 miliardi di euro di ricavi in più, grazie a proventi unitari più elevati nel mercato domestico ed intercontinentale.

Nel caso italiano, la crisi non aiuterà a fare emergere il vettore più efficiente ma favorirà la compagnia oligopolistica. L'italianità è stata la motivazione alla base di questa soluzione ma tra tre anni la nuova Alitalia verrà quasi certamente venduta all'operatore straniero perché non è in gradi di competere con operatori che hanno un fatturato sei volte superiore. L'italianità, per la quale si sacrificano ben 7 miliardi di euro, durerà massimo cinque anni, più probabilmente solo tre.

---

<sup>6</sup> L'onere complessivo della bad company è stato imputato al quadriennio 2009-2012 secondo le percentuali seguenti: 40% nel 2009, 30% nel 2010, 20% nel 2011 e 10% nel 2012.



## IBL Briefing Paper

### CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

### COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

### I BRIEFING PAPER

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito [www.brunoleoni.it](http://www.brunoleoni.it).