

TRIBUNALE DI CIVITAVECCHIA

Sezione Fallimentare

RELAZIONE

SULLE CAUSE DI INSOLVENZA

ai sensi dell'art. 4, comma 2, decreto legge 23 dicembre 2003, n. 347

convertito con modificazioni dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39

PER

Alitalia –Società Aerea Italiana S.p.A. in Amministrazione Straordinaria

Alitalia Cityliner S.p.A. in Amministrazione Straordinaria

Commissari Straordinari

Dott. Luigi Gubitosi

Prof. Enrico Laghi

Prof. Stefano Paleari

Fiumicino – 26 gennaio 2018

Indice

1. Abbreviazioni.....	13
2. Premesse.....	16
2.1. Oggetto della Relazione	16
2.2. Documenti analizzati	19
3. Il gruppo cui fanno capo le Società in Amministrazione Straordinaria	21
3.1 Cenni storici alle vicende del gruppo Alitalia.....	21
3.1.1 Alitalia C.A.I. dal 2008 al 2014	21
3.1.2 Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner – periodo 1.1.2015-31.12.2016.....	25
3.1.3 Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner – periodo 1.1.2017-30.4.2017.....	33
3.2. La struttura del gruppo	38
3.3 Profilo della società Alitalia S.A.I.....	40
3.3.1 L’attività svolta	41
3.3.2 L’assetto organizzativo	43
3.3.3 Gli organi di gestione e controllo.....	45
3.4 Profilo della società Alitalia Cityliner	55
3.4.1 L’attività svolta ed i rapporti contrattuali con Alitalia S.A.I.	55
3.4.2 L’assetto organizzativo e i rapporti di dipendenza con Alitalia S.A.I.	57
4 L’operazione di separazione (e i connessi aspetti valutativi) che ha dato origine ad Alitalia – Società Aerea Italiana S.p.A.....	60
4.1 ...omissis...	
4.2 ...omissis...	
4.3 ...omissis...	
4.4 La valutazione dei proff. Corbella e Villa	83
4.4.1 L’oggetto e le finalità della stima	83
4.4.2 L’impatto sulla stima degli accordi tra le parti	84
4.4.3 La configurazione di valore	85
4.4.4 L’impianto della stima	87
4.4.5 I metodi	88
4.4.6 Alcune peculiarità della stima.....	88
4.4.6.a La soluzione adottata al fine di raccordare i dati riferiti al 30 settembre 2014 con quelli del piano	88

4.4.6.b	La soluzione adottata al fine di tenere conto dell’apporto di risorse finanziarie da parte del gruppo Etihad	89
4.4.6.c	La soluzione adottata al fine di tenere conto dell’implementazione di scelte gestionali diverse da quelle ipotizzate nel piano	90
4.4.7	Il metodo finanziario	91
4.4.7.a	Gli approfondimenti svolti con riferimento al piano	91
4.4.7.b	La quantificazione dei flussi attesi	93
4.4.7.c	Il tasso di attualizzazione	94
4.4.7.d	Il calcolo del correttivo necessario a raccordare i dati riferiti al 30 settembre 2014 con quelli del piano	94
4.4.7.e	I risultati della stima	95
4.4.7.f	L’analisi di sensitività	96
4.4.7.g	Considerazioni conclusive circa i risultati ottenuti attraverso il metodo finanziario	97
4.4.8	Le analisi svolte al fine di quantificare gli effetti sulla stima derivanti da alcuni cambiamenti di scenario e dalle sinergie con il gruppo Etihad	98
4.4.8.a	Gli effetti sulla stima derivanti dai cambiamenti di scenario	99
4.4.8.b	Gli effetti sulla stima derivanti dalle sinergie	100
4.4.8.c	L’effetto complessivo sulla stima derivante dai cambiamenti di scenario e dalle sinergie	100
4.4.9	Il metodo dei multipli	100
4.4.10	Le conclusioni cui sono pervenuti gli estensori della relazione	104
4.4.11	Il parere del prof. Reboa	105
4.4.11.a	La natura dell’incarico conferito al prof. Reboa	105
4.4.11.b	Le verifiche svolte con riferimento alla valutazione dei prof. Corbella e Villa	106
4.4.11.c	Le verifiche volte ad accertare se il valore del complesso aziendale si sia modificato in misura rilevante	108
4.4.12	La relazione di valutazione dei proff. Corbella e Villa	108
4.5	...omissis...	

<i>PAG. 4 (CAP 4.6)omissis..</i>	
<i>4.7 Il “Commercial Co-operation Agreement”</i>	<i>152</i>
<i>4.8 Lo “Shareholders Agreement – in respect of Alitalia S.A.I.”</i>	<i>155</i>
<i>5. ...omissis....</i>	

DA PAG. 6 A PAG 8 ...omissis...

<i>6. Il Collegio Sindacale</i>	<i>307</i>
---------------------------------------	------------

7.	<i>L'andamento economico, patrimoniale e finanziario del gruppo Alitalia S.A.I.</i>	
	314	
7.1	<i>L'analisi del mercato europeo e mondiale ed il confronto con le assunzioni</i>	
	<i>contenute nel Piano 2015-2018.....</i>	315
7.1.1	Premessa.....	315
7.1.2	Il posizionamento strategico di Alitalia precedente l'avvio del Piano 2015-2018.....	316
7.1.3	L'analisi del contesto di mercato precedente l'avvio del Piano 2015-2018 ..	318
7.1.4	L'analisi e il confronto tra la crescita prevista nel Piano 2015-2018 per il gruppo Alitalia S.A.I. e l'andamento previsto sul mercato mondiale.....	321
7.1.5	L'analisi e il confronto dell'andamento del gruppo Alitalia rispetto al mercato nel periodo 2014-2017	324
7.1.5.a	La dinamica effettiva del mercato nel periodo 2014-2017.....	324
7.1.5.b	Il posizionamento delle compagnie LCC nel mercato domestico ed europeo	327
7.1.5.c	Gli accordi di alleanza tra i vettori	330
7.2	<i>...omissis...</i>	

8. *...omissis...*

DA PAG 11 A PAG. 12 (CAP. 9 E APPENDICI) ...omissis...

1. Abbreviazioni

1. Nel presente Capitolo sono state riportate integralmente le abbreviazioni riportate nel corpo del documento.

Abbreviazione	Descrizione per esteso
Accordi di Moratoria	<i>Accordo di Moratoria Banche e Accordo di Moratoria Obbligazionisti.</i>
Accordo di Modifica Moratoria Banche	<i>Proposta di modifica dell'Accordo di Moratoria Banche formulata in data 29 marzo 2017 da Alitalia S.A.I.</i>
Accordo di Moratoria Banche	<i>Accordo di moratoria e Stand Still con Etihad, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., UniCredit S.p.A., UniCredit Factoring S.p.A., Factorit S.p.A., Mediocredito Italiano S.p.A., MPS Leasing & Factoring - Banca per i Servizi Finanziari alle Imprese S.p.A. e Banca IMI S.p.A.</i>
Accordo di Moratoria Obbligazionisti	<i>Accordo di moratoria e Stand Still con Generali, in qualità di titolare di obbligazioni quotate sul mercato regolamentato irlandese emesse da Alitalia.</i>
Air Berlin	<i>Air Berlin Public Limited Company & Company Luftverkehrs KG.</i>
Air One	<i>Air One S.p.A.</i>
Alitalia C.A.I.	<i>Alitalia Compagnia Aerea Italiana S.p.A.</i>
Alitalia Loyalty	<i>Alitalia Loyalty S.p.A.</i>
Alitalia S.A.I.	<i>Alitalia Società Aerea Italiana S.p.A.</i>
Amadeus	<i>Amadeus IT Group SA.</i>
Amministrazione Straordinaria	<i>Procedura di Amministrazione Straordinaria delle grandi imprese in crisi ai sensi del decreto legge 23 dicembre 2003 n. 347 convertito in legge 18 febbraio 2004 n. 39.</i>
ASCEND	<i>Rilevazioni di mercato effettuate da ASCEND Flightglobal Consultancy riportanti la valutazione degli aeromobili in ragione di</i>

Abbreviazione	Descrizione per esteso
	<i>alcuni parametri identificativi (es. data di fabbricazione, fase del ciclo di vita dell'aeromobile, tipologia di motori adottata nell'allestimento, capacità, ecc.)</i>
ASK	<i>Available Seats Kilometers</i>
Capex	<i>Capital Expenditure.</i>
CdA	<i>Consiglio di Amministrazione.</i>
Cityliner oppure Alitalia Cityliner	<i>Alitalia Cityliner S.p.A.</i>
Darwin Airlines	<i>Darwin Airlines SA</i>
DLA	<i>Studio Legale e Tributario Associato DLA Piper.</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes.</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.</i>
EBITDAR	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rentals.</i>
Etihad	<i>Etihad Investment Holding Company LLC.</i>
Etihad Airport Services	<i>Etihad Airport Services L.L.C.</i>
Etihad Airways	<i>Etihad Airways P.J.S.C.</i>
I.A.S.	<i>International Accounting Standards.</i>
IATA	<i>International Air Transport Association</i>
IBR	<i>Independent Business Review.</i>
I.F.R.S.	<i>International Financial Reporting Standards.</i>
Jet Airways	<i>Jet Airways Ltd.</i>
KPI	<i>Key Performance Indicator</i>
Lazard	<i>Banca d'investimento Lazard S.r.l.</i>
MAR	<i>Regolamento n. 1 596/2014 sugli abusi di mercato.</i>
Network AZ	<i>Network Alitalia.</i>
Organismo di Vigilanza ex Modello 231/2001	<i>Organismo che si occupa della predisposizione, implementazione e monitoraggio del Modello ex d.lgs.231 del 2001</i>
Piano 2015-2018	<i>Piano di acquisizione e sviluppo industriale relativo al business del trasporto aereo del</i>

Abbreviazione	Descrizione per esteso
	<i>network formalizzato nel corso del 2014 dal gruppo Etihad.</i>
Piano 2017-2021	<i>Piano industriale per il periodo 2017-2021 approvato in data 15 marzo 2017 dal CdA, a seguito del rilascio dell'IBR da parte degli advisor Roland Berger e KPMG.</i>
Piano Industriale e Finanziario Aggiornato	<i>Aggiornamento del Piano 2015-2018 presentato in data 13 dicembre 2016 dal Consiglio di Amministrazione della società Alitalia S.A.I.</i>
PFN	<i>Posizione Finanziaria Netta.</i>
PN	<i>Patrimonio Netto.</i>
Ramo di Azienda	<i>Ramo di azienda di Alitalia C.A.I. S.p.A. attinente all'attività di trasporto aereo.</i>
Relazione	<i>Relazione contenente la descrizione particolareggiata delle cause di insolvenza, prevista dall'articolo 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999, accompagnata dallo stato analitico ed estimativo delle attività e dall'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione.</i>
Relazione Illustrativa ex art. 2446 c.c.	<i>Relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione nel caso in cui il capitale sociale diminuisca di oltre un terzo in conseguenza di perdite.</i>
Relazione Illustrativa ex art. 2447 c.c.	<i>Relazione predistosta dal Consiglio di Amministrazione nel caso in cui il capitale sociale si riduca al di sotto del minimo stabilito dall'art. 2327 del Codice Civile.</i>
RPK	<i>Revenues Passenger Kilometers</i>
Sabre	<i>Sabre GBL Inc.</i>
Società in Amministrazione Straordinaria	<i>Società Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner.</i>
TIA	<i>Transaction Implementation Agreement.</i>
VNC	<i>Vettori Value Network Carrier.</i>

2. Premesse

2.1. Oggetto della Relazione

1. Con Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 2 maggio 2017, la società Alitalia S.A.I. S.p.A. è stata ammessa, con effetto immediato, alla procedura di Amministrazione Straordinaria delle grandi imprese in crisi ai sensi del decreto legge 23 dicembre 2003 n. 347 convertito in legge 18 febbraio 2003 n. 39 ⁽¹⁾ (D.L. n.3347/2003) e sono stati nominati Commissari Straordinari della società il dott. Luigi Gubitosi, il Prof. Enrico Laghi ed il Prof. Stefano Paleari.
2. In seguito, il Tribunale di Civitavecchia, sezione fallimentare, con sentenza n. 17 pubblicata in data 11 maggio 2017, ha dichiarato l'insolvenza di Alitalia S.A.I. ai sensi dell'art. 3 del D.L. n. 347/2003.
3. Con successivo Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico in data 12 maggio 2017, Alitalia Cityliner S.p.A. è stata anch'essa ammessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria ai sensi dell'art. 3, comma 3, del D.L. 347/2003, e sono stati nominati Commissari Straordinari della società il dott. Luigi Gubitosi, il Prof. Enrico Laghi ed il Prof. Stefano Paleari.
4. A seguire, il Tribunale di Civitavecchia, sezione fallimentare, con sentenza n. 18 pubblicata in data 29 maggio 2017, ha dichiarato l'insolvenza di Alitalia Cityliner S.p.A. ai sensi dell'art. 3 del D.L. n. 347/2003.
5. Il Tribunale di Civitavecchia ai sensi dell'art. 8 del D. Lgs. n. 270 del 1999 ha provveduto per ciascuna società ammessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria a:
 - assegnare ai creditori e ai terzi, che vantano diritti reali mobiliari su beni in possesso di ciascuna delle società ammesse alle procedure di Amministrazione Straordinaria, il termine per la presentazione in cancelleria delle domande di insinuazione al passivo;
 - stabilire il luogo, il giorno e l'ora dell'adunanza in cui si procederà all'esame dello stato passivo davanti al Giudice Delegato.
6. Si riporta di seguito una tabella riepilogativa con indicazione - per ciascuna delle società ammesse alla procedura di Amministrazione Straordinaria - (a) della data

¹ Di seguito definita con l'abbreviazione di "Amministrazione Straordinaria".

di ammissione alla procedura; (b) del termine per la presentazione in cancelleria delle domande di ammissione al passivo; (c) della data della prima udienza di verifica dello stato passivo; (d) del Giudice Delegato a ciascuna procedura.

Tabella 2.1: Rielogo società ammesse alla procedura di A.S.

Società	Data apertura procedura	Termine presentazione domande	Prima udienza stato passivo	Giudice Delegato
Alitalia S.A.I. S.p.A.	02/05/2017	05/11/2017	21/02/2018 ⁽²⁾	Giuseppe Bianchi
Alitalia Cityliner S.p.A.	12/05/2017	16/11/2017	04/04/2018 ⁽³⁾	Giuseppe Bianchi

Fonte: Informazioni pubblicamente disponibili sul sito dell'Amministrazione Straordinaria

7. Ai sensi dell'art. 4, comma 2, del D.L. n. 347/2003, entro centottanta giorni dalla data del Decreto di nomina, i Commissari Straordinari dovranno presentare contestualmente:
- al Ministro dello Sviluppo Economico, un programma redatto secondo uno degli indirizzi alternativi indicati nell'articolo 27, comma 2, del D. Lgs. n. 270 del 1999 per realizzare *“le finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante la prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali”*, di cui all'art. 1 del D. Lgs. n. 270 del 1999;
 - al Giudice Delegato, la relazione contenente la descrizione particolareggiata delle cause di insolvenza, prevista dall'art. 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999, accompagnata dallo stato analitico ed estimativo delle attività e dall'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione (di seguito, tale documento è identificato come la “Relazione”).

² Prima della richiesta di rinvio, la prima udienza per la verifica dello stato passivo era fissata per la data del 17 ottobre 2017.

³ Prima della richiesta di rinvio, la prima udienza per la verifica dello stato passivo era fissata per la data del 15 novembre 2017.

8. Con il presente documento i Commissari Straordinari, supportati nella redazione del documento dal Prof. Mario Massari e da PricewaterhouseCoopers, intendono dare attuazione a quanto disposto dal sopracitato art. 4, comma 2, e presentare al Giudice Delegato la relazione, prevista dall'art. 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999 ⁽⁴⁾.
9. Ciò premesso, per quanto riguarda il contenuto del presente documento, si rileva che esso ha ad oggetto la società Alitalia S.A.I. e anche la società Alitalia Cityliner, in quanto il Ministero dello Sviluppo Economico ha disposto, ai sensi dell'art. 3, comma 3.bis, del D.L. n. 347/2003, che tale procedura possa attuarsi unitariamente a quella relativa ad Alitalia S.A.I..
10. Infatti, tali società sono tra loro legate da rapporti di controllo *ex art. 2359*, comma 1 c.c., (Alitalia S.A.I. detiene l'intero capitale di Alitalia Cityliner).
11. In definitiva, in considerazione del fatto che:
- l'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria della società Alitalia Cityliner è stata decisa dal Ministero dello Sviluppo Economico in quanto entità appartenente al "*Gruppo di Imprese*" ⁽⁵⁾;
 - le relative procedure possono essere attuate unitariamente a quella di Alitalia al fine di consentire una gestione unitaria dell'insolvenza ⁽⁶⁾;
- è stata predisposta un'unica Relazione essendo ragionevole e più consono alla dimensione economica, patrimoniale e finanziaria utilizzare un approccio "di gruppo", fermo restando il principio di autonomia delle masse attive e passive delle singole società, ai fini dell'imputazione dei ricavi delle cessioni e della predisposizione dei rispettivi piani di riparto.

⁴ Forma oggetto di separato documento il programma (redatto secondo uno degli indirizzi alternativi indicati nell'articolo 27, comma 2, del D. Lgs. n. 270 del 1999) idoneo a realizzare "*le finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante la prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali*", di cui all'art. 1 del D. Lgs. n. 270 del 1999, che il Commissario Straordinario sottoporrà al Ministero dello Sviluppo Economico contestualmente alla presentazione al Giudice Delegato della presente Relazione.

⁵ Come riportato nel Decreto di ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, "(...) essendo il capitale sociale della Alitalia Cityliner interamente detenuto dalla Alitalia-Sai in. A.S. (...)".

⁶ Sul punto si consideri che lo stato di insolvenza di Alitalia Cityliner veniva dichiarato "(...) come confermato dalla situazione patrimoniale ed economica al 31 marzo 2017, da cui risulta uno stato di sostanziale illiquidità, nonché una incapacità di far fronte alle obbligazioni correnti, essendo le attività a breve prevalentemente costituite da crediti verso la controllante (...)".

2.2. Documenti analizzati

12. La Relazione è stata predisposta sulla base della documentazione, contabile ed amministrativa, disponibile presso le società Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner (di seguito le “*Società in Amministrazione Straordinaria*”) e delle informazioni fornite dai responsabili delle varie *business units*, dirigenti, dipendenti e/o consulenti delle medesime.
13. I fatti e gli accadimenti oggetto di analisi della presente Relazione si collocano temporalmente tra il 2014 e il 2017.
14. Tutto ciò premesso, nella lettura di questo documento occorre tenere presente che:
 - è stata assunta la veridicità e completezza dei dati contenuti nella documentazione, contabile ed amministrativa, disponibile presso le Società in Amministrazione Straordinaria e delle informazioni fornite dai responsabili delle varie *business units*, dirigenti, dipendenti o consulenti delle Società in Amministrazione Straordinaria;
 - per la ricostruzione storica e giuridica si è assunto quanto verbalizzato nei documenti ufficiali delle Società in Amministrazione Straordinaria riguardanti le delibere degli Organi di Gestione e di Controllo;
 - le considerazioni contenute nella presente Relazione sono riferite alla data indicata in calce ovvero alle diverse date cui si fa espresso riferimento;
 - le stime preliminari circa le masse attive delle Società in Amministrazione Straordinaria, riportate nel presente documento, sono state predisposte sulla base delle informazioni disponibili dall’inizio della procedura, nonché sulla base dei dati forniti dalle Società in Amministrazione Straordinaria e delle conseguenti elaborazioni effettuate dai consulenti della procedura. Il valore stimato delle attività delle Società in Amministrazione Straordinaria è basato su dati contabili e rappresenta una preliminare indicazione del possibile valore di tali attività. Il valore effettivo dei beni delle Società in Amministrazione Straordinaria sarà determinato in occasione delle attività propedeutiche alla formazione ed attuazione del Programma dei Commissari Straordinari che, a tale scopo, hanno tra l’altro richiesto ad un esperto

indipendente, individuato in Banca Leonardo S.p.A., la predisposizione di una perizia giurata di stima del valore di mercato di ciascuno dei lotti oggetto della procedura di dismissione dei complessi aziendali;

- l'individuazione delle masse passive delle Società in Amministrazione Straordinaria è basata sulle relative scritture contabili e sulle altre notizie reperibili presso le Società in Amministrazione Straordinaria, essendo ad oggi ancora in corso il procedimento di formazione dello stato passivo.
15. Il presente documento, pertanto, fornisce un'illustrazione delle cause di insolvenza delle Società in Amministrazione Straordinaria, in ragione e alla luce delle informazioni, allo stato, nella disponibilità della Procedura.
16. Resta inteso che quanto riportato nel presente documento non potrà in alcun modo, nemmeno implicitamente, costituire o essere utilizzato da creditori o terzi quale riconoscimento o accertamento di debiti e/o obbligazioni delle Società in Amministrazione Straordinaria e/o di qualsiasi altro diritto o pretesa di terzi e/o quale rinuncia o transazione delle Società in Amministrazione Straordinaria rispetto a qualsiasi diritto o pretesa nei confronti di terzi.

3. Il gruppo cui fanno capo le Società in Amministrazione Straordinaria

3.1 Cenni storici alle vicende del gruppo Alitalia

1. Al fine di descrivere le cause d'insolvenza delle Società in Amministrazione Straordinaria alla dichiarazione dello stato di insolvenza presso il Tribunale di Civitavecchia (Roma), si è provveduto ad analizzare le vicende storiche delle società riepilogando nel presente Capitolo i principali fatti e accadimenti che hanno riguardato:
 - la società capogruppo Alitalia C.A.I. dal 2008 al 2014;
 - la società capogruppo Alitalia S.A.I. e la sua partecipazione in Cityliner dal 1.1.2015 al 31.12.2016 e dal 1.1.2017 al 30.4.2017.

3.1.1 Alitalia C.A.I. dal 2008 al 2014

2. Nel corso del 2008, la società Alitalia Linee Aeree Italiane S.p.A, accertato dagli amministratori lo stato d'insolvenza, veniva ammessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria ⁽⁷⁾. Veniva successivamente scorporato il ramo d'azienda del trasporto aereo operativo, conferendolo alla *newco* Alitalia C.A.I.
3. La società Alitalia C.A.I. provvedeva a formalizzare un piano industriale, denominato “Piano Fenice”, nel quale erano indicate le azioni da intraprendere ⁽⁸⁾ e gli obiettivi intermedi da raggiungere al fine di conseguire una stabile profittabilità.
4. Malgrado le azioni intraprese per implementare il piano industriale, l'andamento economico e finanziario del gruppo Alitalia C.A.I. nel periodo 2008-2012 evidenziava costantemente risultati negativi:

⁷ Il Decreto di ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria avveniva secondo quanto disposto dal D.L. 347/2003, dal D.Lgs. 270/1999 e tenuto conto delle disposizioni aggiunte con il D.L. 28 agosto 2008 n. 134, il quale riportava che: “(...) *Per le società operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali, l'ammissione immediata alla procedura di amministrazione straordinaria, la nomina del commissario straordinario e la determinazione del compenso, ivi incluse le altre condizioni dell'incarico, anche in deroga alla vigente normativa in materia, sono disposte con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri o del Ministro dello Sviluppo Economico, con le modalità di cui all'art. 38 del D.Lgs. n. 270, in quanto compatibili, e in conformità ai criteri fissati dal medesimo decreto. Tale decreto può prescrivere il compimento di atti necessari al conseguimento della finalità della procedura (...)*”.

⁸ Rafforzamento della *leadership* sul mercato nazionale e adeguamento delle capacità per competere con le altre compagnie aeree sia *Full Service* (FS) che *Low Cost Carriers* (LCCs).

- le perdite di periodo cumulate al 31 dicembre 2012 erano state pari a Euro 962 milioni;
 - la Posizione Finanziaria Netta (PFN) al 31 dicembre 2012 era negativa per Euro 1.028 milioni.
5. Tale andamento negativo veniva ulteriormente confermato nell'esercizio 2013, sia dal punto di vista reddituale che patrimoniale e finanziario.
 6. Dal fascicolo del bilancio consolidato emerge, infatti, che la perdita d'esercizio 2013 ammontava a circa Euro 569 milioni, la PFN era negativa per Euro 936 milioni ed il patrimonio netto del gruppo (PN) era negativo di Euro 27 milioni ⁽⁹⁾, sebbene gli azionisti avessero proceduto al ripianamento delle perdite mediante l'utilizzo parziale del capitale sociale per Euro 408 milioni e delle riserve esistenti per Euro 501 milioni, nonché all'aumento del capitale sociale nella misura di Euro 10 milioni ed alla costituzione della nuova riserva da sovrapprezzo azioni nella misura di Euro 290 milioni ⁽¹⁰⁾.
 7. Gli amministratori di Alitalia C.A.I. ⁽¹¹⁾ ritenevano che la ricerca dell'equilibrio finanziario negli esercizi successivi dipendesse dai seguenti fattori:
 - nel breve periodo, dall'ottenimento di nuove risorse finanziarie sufficienti a garantire il regolare svolgimento delle attività del gruppo;
 - nel medio e lungo periodo, dall'implementazione di azioni industriali e dal reperimento di risorse finanziarie che permettessero il ritorno alla stabile profittabilità dell'attività operativa, basandosi su un nuovo piano industriale strategico ⁽¹²⁾.

⁹ Evidenziando una PFN pari a 9,33 volte il PN al 31 dicembre 2013.

¹⁰ Delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti del 14/15 ottobre 2013, collegata all'esercizio del diritto di opzione spettante ai soci sottoscrittori del prestito obbligazionario convertibile, la cui emissione era stata deliberata dall'Assemblea Straordinaria in data 22 febbraio 2013 e la cui facoltà era estesa fino al 10 gennaio 2014 (Euro 70,4 milioni), e a quanto rinveniente dalla delibera dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del 25 luglio e del 8 agosto 2014 (Euro 16,5 milioni).

¹¹ Si segnala che il Consiglio di Amministrazione in carica per l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2013 di Alitalia C.A.I. ed in carica alla data di stipula del TIA (8 agosto 2014) era composto da: Roberto Colaninno (Presidente CdA), Riolacci Pierre-Francois (Consigliere), Volpi Mario (Consigliere), Zurzolo Alessandro (Consigliere), De Marchis Ranieri (Consigliere), Nodari Amedeo Giovanni Maria (Consigliere), Stanzani Ghedini Paolo Luca (Consigliere), Canè Fabio Cosmo Domenico (Consigliere), Del Torchio Gabriele (Consigliere), Maccagni Davide (Consigliere), Turicchi Antonino (Consigliere).

¹² Tale piano doveva essere sottoposto ad una *analisi indipendente* che consentisse di verificare l'effettivo ammontare di risorse necessario a garantire il regolare svolgimento delle attività a partire sin dal primo esercizio del nuovo piano. Al contempo, il CdA del gruppo Alitalia C.A.I. riteneva opportuno procedere ad una revisione delle assunzioni alla base dello sviluppo strategico riflesse nell'ultimo *business plan*

8. Il nuovo piano industriale richiedeva quindi una revisione della struttura finanziaria e il reperimento di nuove risorse finanziarie per la sua attuazione. Nel merito, il Consiglio di Amministrazione di Alitalia C.A.I. ipotizzava che l'implementazione del nuovo piano industriale strategico 2013-2016 richiedesse un apporto di nuove risorse finanziarie per circa Euro 500 milioni, in parte raccolte sotto forma di capitale sociale ed in parte mediante l'utilizzo di nuove linee di credito ⁽¹³⁾.
9. La delibera del CdA contenente il nuovo piano industriale, il conseguente aumento di capitale sociale e il mandato per la ricerca di nuove fonti di finanziamento, fu approvata in data 11 ottobre 2013.
10. Successivamente, in data 13 novembre 2013, a fronte dello stato di incertezza legato all'andamento delle negoziazioni con i possibili nuovi investitori ⁽¹⁴⁾ e con la compagine sociale ⁽¹⁵⁾, il CdA approvava un aggiornamento del piano industriale 2013-2016, basato sul raggiungimento di migliori sinergie ed efficienze operative.
11. In data 23 dicembre 2013, si completava la fase di sottoscrizione e versamento dell'aumento di capitale sociale deliberato nella società Alitalia C.A.I., anche mediante l'entrata di nuovi investitori e della partecipazione della compagine sociale esistente.

2013-2016 approvato in data 3 luglio 2013. I principali punti oggetto della revisione e di futura implementazione riguardavano:

- (i) ridefinizione dell'offerta su corto-medio raggio al fine di adattare l'offerta ai cambiamenti intervenuti sul mercato domestico nel corso dell'esercizio 2013;*
- (ii) espansione sulle rotte internazionali;*
- (iii) sviluppo di partnership e focus sulle opportunità intermodali di trasporto;*
- (iv) ricerca nuove opportunità derivanti dallo spin-off del programma Millemiglia.*

¹³ Tale suddivisione evidenziava la necessità di finanziare:

- Euro 300 milioni mediante un'operazione di aumento di capitale sociale a pagamento da offrirsi con diritto di opzione agli azionisti;
- Euro 200 milioni mediante l'attivazione di nuove linee di credito bancarie (in aggiunta a quelle già pre-esistenti).

Come evidenziabile *infra* nell'analisi del Capitolo 4, l'ammontare di risorse ivi previsto parrebbe analogo a quello del Piano 2015-2018.

¹⁴ Le principali trattative risultavano avviate in quel periodo con Poste Italiane e con Unicredit.

¹⁵ Trattasi di Intesa San Paolo, IMMSI e Atlantia.

12. In data 2 febbraio 2014, il CdA di Alitalia C.A.I. comunicava per la prima volta al mercato l'esistenza di trattative avanzate con Etihad Airways e che era in corso un'attività di *due diligence* svolta dal potenziale acquirente ⁽¹⁶⁾.
13. Nel corso del primo trimestre 2014, le difficoltà finanziarie del gruppo Alitalia C.A.I. si acuivano anche a seguito della decisione di alcune banche finanziatrici di ridurre gli affidamenti per un importo complessivo di oltre Euro 120 milioni.
14. In data 7 agosto 2014 il CdA di Alitalia C.A.I. approvava il piano industriale presentato da Etihad Airways per il periodo 2015-2018 (il "Piano 2015-2018").
15. In data 8 agosto 2014 veniva raggiunto un accordo tra Alitalia C.A.I. ed Etihad Airways, mediante il quale, quest'ultima (o una *Special Purpose Vehicle* ⁽¹⁷⁾ che Etihad Airways poteva indicare al fine di implementare il suo investimento) accettava di sottoscrivere il 49% del capitale sociale di una nuova società contenente il ramo d'azienda del trasporto aereo di Alitalia C.A.I. ⁽¹⁸⁾.
16. In data 24 settembre 2014, Alitalia C.A.I. provvedeva alla costituzione di una nuova società denominata Alitalia S.A.I. S.r.l. ⁽¹⁹⁾, mediante sottoscrizione ed integrale versamento del capitale minimo legale.
17. In data 19 dicembre 2014, l'Assemblea Straordinaria di Alitalia S.A.I. deliberava l'aumento di capitale sociale di Euro 52.533.614,60 nominali, con un sovrapprezzo di Euro 350.732.709,40 mediante emissioni di n. 52.533.614 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale. La sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del socio Alitalia C.A.I. avveniva mediante conferimento del ramo d'azienda del trasporto aereo del *network* Alitalia (di seguito anche "*network AZ*").
18. L'Assemblea Straordinaria del 19 dicembre 2014 deliberava, altresì, l'adozione di un nuovo statuto sociale con efficacia dalla data del conferimento dell'azienda, nonché un ulteriore aumento di capitale sociale riservato ad Etihad per Euro

¹⁶ La trattativa rivestiva notevole importanza per il futuro del *business* del trasporto aereo di Alitalia: di fatto, in data 12 maggio 2014 si riunivano alla presenza dei rappresentanti del Governo italiano gli azionisti e le principali banche creditrici che convenivano sul fatto che la trattativa con Etihad Airways dovesse proseguire.

¹⁷ Le *Special Purpose Vehicles* o *Special Purpose Entities* sono società appositamente costituite da uno o più soggetti per lo svolgimento di una specifica operazione.

¹⁸ Si veda *infra* al Capitolo 4 quanto dettagliato sul "*Transaction Implementation Agreement*".

¹⁹ Forma giuridica iniziale di "società a responsabilità limitata". Di fatto, in data 4 dicembre 2014, l'assemblea dei soci di Alitalia S.A.I. deliberava la trasformazione in società per azioni, adeguando il capitale sociale al minimo legale di Euro 50 mila.

50.521.512,39 nominali, rappresentanti il 49% del complessivo capitale sociale con un sovrapprezzo complessivo di Euro 336.978.478,61 (controvalore complessivo di Euro 387.500.000,00) mediante emissioni di n. 50.521.512 nuove azioni ⁽²⁰⁾ ⁽²¹⁾.

19. In sintesi, nel periodo 2008-2014 il gruppo Alitalia C.A.I. aveva:

- registrato Euro 2 miliardi ca. di perdite cumulate ⁽²²⁾;
- ottenuto Euro 1,5 miliardi ca. di aumenti di capitale sottoscritti e versati dagli azionisti;
- accumulato Euro 1 miliardi ca. di indebitamento finanziario ⁽²³⁾.

3.1.2 Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner – periodo 1.1.2015-31.12.2016

20. A seguito della sottoscrizione e del successivo versamento degli aumenti di capitale deliberati il 19 dicembre 2014, il neocostituito gruppo Alitalia S.A.I. all'1 gennaio 2015 presentava la seguente struttura patrimoniale e finanziaria:

- Capitale Investito Netto pari ad Euro 894 milioni ⁽²⁴⁾;
- Capitale sociale e riserve costituenti il Patrimonio Netto pari ad Euro 654 milioni ⁽²⁵⁾;

²⁰ Azioni di classe B dotate dei diritti patrimoniali indicati nello Statuto della *newco* Alitalia S.A.I.

²¹ Preliminarmente, si segnala che la Commissione Europea aveva provveduto ad autorizzare la proposta di acquisizione del controllo comune di Alitalia S.A.I. da parte di Alitalia C.A.I. e di Etihad in data 14 novembre 2014.

²² Riepilogo delle perdite cumulate come da bilancio consolidato di Alitalia C.A.I.:

Esercizio di riferimento	Ammontare in Euro migliaia
Esercizi precedenti	613.628
Esercizio 2011	69.014
Esercizio 2012	279.597
Esercizio 2013	568.609
Esercizio 2014	578.280
Totale	2.109.128

²³ Dato al 31 dicembre 2013 prima degli effetti dell'operazione con Etihad descritta nel TIA.

²⁴ Il Capitale Investito Netto è pari alla sommatoria di Attività non correnti, Capitale d'esercizio e Passività non finanziarie non correnti ovvero del Patrimonio Netto e dell'Indebitamento Finanziario Netto.

²⁵ Nello specifico, il PN al 1 gennaio 2015 del gruppo Alitalia S.A.I. risultava composto da:

- Capitale sociale pari ad Euro 103,1 milioni;
- Riserva da sovrapprezzo azioni pari ad Euro 687,7 milioni;
- Risultati portati a nuovo dall'esercizio 2014 per un importo negativo di Euro 262 migliaia.

- Indebitamento Finanziario Netto ⁽²⁶⁾ pari ad Euro 240 milioni.
21. Nel corso dell'esercizio 2015, il gruppo Alitalia S.A.I. raggiungeva il risultato economico previsto nel Piano 2015-2018 e nel *budget* aggiornato per l'esercizio 2015, sebbene ciò avvenisse tramite il positivo contributo di alcune operazioni non ricorrenti, previste nel Piano 2015-2018 ⁽²⁷⁾.
22. Al 31 dicembre 2015, il gruppo Alitalia S.A.I. registrava la seguente struttura patrimoniale e finanziaria:
- Patrimonio Netto (inclusivo della riserva negativa di “*Cash Flow Hedge*” di Euro 334,8 milioni) pari ad Euro 122,1 milioni ⁽²⁸⁾;
 - Indebitamento Finanziario Netto ⁽²⁹⁾ pari ad Euro 952 milioni, incrementatosi di circa 4 volte rispetto al valore di inizio esercizio.
23. L'erosione del PN derivava principalmente dal saldo negativo della riserva da *hedge accounting* (Euro 334,8 milioni). Tuttavia, tenuto conto che tale riserva non aveva impatto nel computo della condizione *ex art.* 2446-2447 c.c., i soci non venivano chiamati ad effettuare alcun intervento di ricapitalizzazione.
24. Dal punto di vista finanziario, il peggioramento del *cash flow* operativo e la necessità di finanziare le *capex* dell'esercizio 2015 aveva portato alla delibera di emissione dei prestiti obbligazionari “*Project BOX*” e “*Project Dolce Vita*”. Come si vedrà meglio nelle analisi svolte ai Capitoli 5 e 7, le emissioni obbligazionarie fornivano un ammontare di risorse finanziarie pari ad Euro 487 milioni, mediante le quali il gruppo Alitalia S.A.I. raggiungeva un livello di

Nel computo del PN al 1 gennaio 2015, si consideri che ai fini contabili risulta necessario ricomprendere la valutazione del *fair value* degli strumenti derivati designati come strumenti di copertura efficaci dei flussi di cassa futuri attesi (*cash flow hedge*) pari ad Euro 136,1 milioni.

²⁶ Il computo dell'Indebitamento Finanziario Netto risulta da estrazione di *management accounting*, nel dettaglio riportata nel Capitolo 7.

²⁷ Si veda *infra* Capitolo 7 per approfondimenti sulla redditività del gruppo e delle singole società Alitalia S.A.I. e Cityliner.

²⁸ Per effetto dei seguenti valori riportati al 31 dicembre 2015:

- Perdita dell'esercizio 2015 pari ad Euro 199,1 milioni;
- Saldo negativo della riserva da *hedge accounting* (negativo per Euro 334,8 milioni);
- Saldo negativo della riserva da utili/perdite attuariali (Euro 1,6 milioni).

²⁹ In bilancio consolidato, l'Indebitamento Finanziario Netto è dato dalla somma algebrica:

(+/-) la quota di indebitamento corrente di Euro 1.032,3 milioni;

(+/-) la quota non corrente pari ad Euro 129,2 milioni (in relazione a quest'ultima il bilancio consolidato evidenzia uno sbilancio positivo nel confronto con le attività finanziarie correnti). Nella rappresentazione di *management accounting* riportata nel Capitolo 7, il risultato dell'indebitamento è più elevato di Euro 50 milioni, in quanto nella rappresentazione del bilancio consolidato è considerato nel computo anche il saldo dei crediti finanziari al 31 dicembre 2015.

- disponibilità liquide al termine dell'esercizio 2015 pari ad Euro 627 milioni ⁽³⁰⁾, al di sopra della soglia di *comfort*, definita dal *management* di Alitalia S.A.I., tra gli Euro 400 e gli Euro 500 milioni per poter supportare gli investimenti dell'anno successivo ⁽³¹⁾.
25. L'esercizio 2016 continuava, già a partire dai primi mesi dell'anno, a registrare un andamento negativo, con i ricavi al 31 marzo 2016 pari a Euro 484 milioni, inferiori di Euro 30 milioni rispetto al *budget* 2016 ⁽³²⁾.
26. Nel periodo settembre-dicembre 2016, il gruppo Alitalia S.A.I. otteneva un ulteriore intervento di supporto finanziario da parte di Etihad nella misura di Euro 100 milioni, come previsto nella manovra finanziaria. Tale intervento era prodromico all'implementazione di un piano di riorganizzazione strutturale del *business* del trasporto aereo del gruppo ⁽³³⁾.
27. Nel novembre 2016, la Società nominava la banca d'investimento Lazard S.r.l. (di seguito anche "Lazard") quale proprio consulente nelle trattative di negoziazione con i creditori finanziari ⁽³⁴⁾.
28. In data 16 dicembre 2016, il socio Etihad inviava ad Intesa Sanpaolo S.p.A. ed Unicredit S.p.A. una comunicazione di conferma dell'impegno previsto nelle contribuzioni assunte nel Piano Industriale e Finanziario Aggiornato.
29. In data 22 dicembre 2016, il Consiglio di Amministrazione della società Alitalia S.A.I. presentava un aggiornamento del Piano 2015-2018 predisposto in data 13 dicembre 2016 in considerazione del mutato quadro macroeconomico degli

³⁰ Il dato ivi riportato afferisce alle disponibilità liquide rappresentate nel *Cash Flow Statement* del Gruppo Alitalia S.A.I., che include l'ammontare di disponibilità liquide sulle linee di credito, ma non l'ammontare di restrizioni sulla cassa pari ad Euro 25 milioni.

³¹ Tali informazioni sono state apprese nell'ambito dei colloqui intrattenuti con i responsabili dell'area Amministrazione, Finanza e Controllo di Alitalia S.A.I.

³² La presentazione del nuovo *budget* per l'esercizio 2016 avveniva in data 25 febbraio 2016, così come riportato nella disamina del Consiglio di Amministrazione (Capitolo 5, Paragrafo 14).

³³ Attivando alcune leve strategiche tipiche dei processi di ristrutturazione aziendale, quali ad es. il recupero di efficienza sui costi operativi, la riduzione del costo del personale mediante la riorganizzazione dell'organico a disposizione, l'incremento dei volumi di vendita a partire da nuovo piano di investimenti, ecc. Inoltre, nel mese di ottobre 2016, vi erano state alcune interlocuzioni tra Alitalia S.A.I. ed i soggetti finanziatori (tra cui anche Etihad ed il gruppo di *Equity Partners*, sul punto si veda anche *infra* al Capitolo 5), volte a concordare l'utilizzo delle linee di credito c.d. *revolving* e i *factoring* esistenti, anche alla luce di possibili violazioni di taluni impegni precedentemente assunti dalla Società nei confronti dei suddetti finanziatori.

³⁴ Di fatto, il supporto di Lazard avrebbe dovuto contribuire alla formulazione del nuovo *business plan* per il periodo 2017-2021, mediante la formulazione di un documento di sintesi avente ad oggetto i principali termini e condizioni della manovra finanziaria.

ultimi 12 mesi (di seguito definito il “Piano Industriale e Finanziario Aggiornato”). Tale piano prevedeva tra l’altro la contribuzione di risorse finanziarie da parte del socio Etihad.

30. Inoltre sempre in data 22 dicembre 2016, si procedeva alla stipula dei seguenti accordi per garantire le risorse finanziarie necessarie ⁽³⁵⁾:

- Alitalia C.A.I., Etihad, Intesa Sanpaolo ed Unicredit confermavano una moratoria sul pagamento del debito di Alitalia S.A.I.;
- Generali Investments Europe SGR S.p.A., in nome e per conto di Generali Italia S.p.A., Alleanza S.p.A., Genertellife S.p.A., Genertel S.p.A. e Banca Generali S.p.A. confermavano la propria disponibilità, a partecipare alla moratoria da concedersi in favore di Alitalia S.A.I.;

31. Inoltre, con riguardo agli interventi volti a mantenere un patrimonio netto positivo della controllante Alitalia S.A.I. l’assemblea dei soci di Alitalia S.A.I. deliberava l’emissione di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'articolo 2346, comma 6, c.c., per un importo pari a USD 231.422.000 e il socio Etihad sottoscriveva un accordo di accollo interno non liberatorio avente ad oggetto il debito, in linea capitale, di Alitalia S.A.I. nei confronti dei sottoscrittori delle obbligazioni emesse da parte della stessa per il suddetto valore nominale di USD 231.422.000 con scadenza pari alla durata della società Alitalia S.A.I. ⁽³⁶⁾;

32. In pari data, il CdA di Alitalia S.A.I. procedeva all’illustrazione della seguente situazione patrimoniale ai fini della verifica delle condizioni ex artt. 2446 ⁽³⁷⁾ - 2447 ⁽³⁸⁾ c.c..

³⁵ Oltre al fatto che, in data 27 dicembre 2016, il socio Etihad avrebbe concesso ad Alitalia S.A.I. un finanziamento soci subordinato di Euro 100 milioni.

³⁶ Verbale Assemblea Straordinaria del 22 dicembre 2016.

³⁷ Art 2446 c.c.: *"Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite [2413], gli amministratori [2381] o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti....Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate....."*.

³⁸ art. 2447 c.c.: *"...se per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società..."*.

Figura 3.1: Patrimonio netto al 31 ottobre 2016 – Alitalia S.A.I.

€/mgl	31.10.2016
Capitale Sociale	103.105
Riserve di capitale	687.494
Risultati portati a nuovo	(408.401)
Risultato di periodo	(361.527)
Totale patrimonio netto	20.671
2/3 Capitale Sociale	68.737
/\ vs. soglia rilevanza art. 2446	(48.066)
/\ vs. soglia rilevanza art. 2447	20.621
Riserva Hedge Accounting	(174.174)
Patrimonio netto (inclusa riserva Hedge Accounting)	(153.503)

Fonte: Relazione Illustrativa *ex art.* 2446 c.c. predisposta in data 22 dicembre 2016

33. La società Alitalia S.A.I. registrava al 31 ottobre 2016 una perdita pari ad Euro 361,5 milioni, che, unitamente alle perdite portate a nuovo dall'esercizio precedente per complessivi Euro 408,4 milioni, comportava una riduzione del Patrimonio Netto sino ad Euro 20,7 milioni.
34. Sebbene la società Alitalia S.A.I. avesse registrato perdite cumulate per Euro 769,9 milioni, la stessa era riuscita a mantenere il livello di liquidità necessario per garantire il regolare andamento della gestione, mediante l'emissione dei prestiti obbligazionari nel 2015 (Euro 487 milioni) e nel 2016 (Euro 93 milioni), per un importo complessivo di Euro 580 milioni.
35. All'interno della Relazione Illustrativa *ex art.* 2446 c.c. gli amministratori di Alitalia S.A.I. fornivano anche sintetiche indicazioni sui risultati consolidati del gruppo, segnalando che il Patrimonio Netto consolidato risultava negativo per Euro 41,2 milioni.

Figura 3.2.a: Patrimonio Netto al 31 ottobre 2016 – Gruppo Alitalia S.A.I. ⁽³⁹⁾

€/mgl	31.10.2016	31.12.2015
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'		
Capitale e Riserve		
Capitale Sociale	103.105	103.105
Riserve	376.947	218.369
Risultati portati a nuovo	(199.362)	(262)
Risultato di periodo	(321.840)	(199.100)
Totale patrimonio netto	(41.150)	122.112

Fonte: Relazione Illustrativa ex art. 2446 c.c. predisposta in data 22 dicembre 2016

Figura 3.2.b: Movimentazione del Patrimonio Netto 2016 – Gruppo Alitalia S.A.I. ⁽⁴⁰⁾

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL PATRIMONIO NETTO								
€/mgl								
Descrizione	Capitale Sociale	Riserva da sovrapprezzo azioni	Riserva da utili/perdite attuariali	Riserva da hedge accounting	Altre riserve	Risultati portati a nuovo	Utili e perdite di periodo	Totale
Saldi al 31.12.2015	103.105	687.711	1.561	(334.801)	(136.102)	(262)	(199.100)	122.112
Ripartizione risultato						(199.100)	199.100	0
Risultato di periodo							(321.840)	(321.840)
Altre componenti nette del conto economico complessivo			(1.778)	160.357				158.579
Saldi al 31.10.2016	103.105	687.711	(217)	(174.445)	(136.102)	(199.362)	(321.840)	(41.150)

Fonte: Relazione Illustrativa ex art. 2446 c.c. predisposta in data 22 dicembre 2016

³⁹ Alla luce di quanto riportato nella Figura 3.2.a, la composizione del Patrimonio Netto di gruppo al 31 ottobre 2016 evidenziava i seguenti ammontari per ciascuna voce:

- Capitale Sociale pari ad Euro 103,1 milioni, invariato rispetto all'esercizio precedente;
- Riserve pari ad Euro 376,9 milioni e che presentavano un incremento rispetto all'esercizio 2015 pari ad Euro 158,5 milioni;
- Risultati portati a nuovo pari ad Euro 199,3 milioni e che presentavano un incremento rispetto all'esercizio 2015 pari ad Euro 199,1 milioni conseguente alla delibera dell'Assemblea Straordinaria del 29 aprile 2016 di riportare a nuovo la perdita dell'esercizio 2015;
- Risultato dell'esercizio 2016 pari ad Euro 321,8 milioni.

⁴⁰ Con riguardo all'ammontare complessivo delle Riserve pari ad Euro 376,9 milioni al 31 ottobre 2016, la Figura 3.2.b evidenzia le seguenti componenti:

- Riserva da sovrapprezzo azioni pari ad Euro 687,7 milioni, invariata rispetto all'esercizio precedente;
- Riserva da utili/perdite attuariali pari ad Euro 217 migliaia, in diminuzione di Euro 1,8 milioni rispetto all'esercizio precedente;
- Riserva da *hedge accounting* pari ad Euro 174,5 milioni, in diminuzione di Euro 160,4 milioni rispetto all'esercizio precedente;
- Altre riserve pari ad Euro 136,2 milioni, invariate rispetto all'esercizio precedente.

36. Nella situazione contabile consolidata al 31 dicembre 2016 ⁽⁴¹⁾, il Patrimonio Netto, inclusivo della quota relativa agli Strumenti Partecipativi di Capitale, risultava di Euro 121,7 milioni.

Figura 3.3: Patrimonio Netto al 31 dicembre 2016 – Gruppo Alitalia S.A.I.

€/mgl	Note	31.12.2016	31.12.2015
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'			
Capitale e Riserve			
Capitale Sociale		103.105	103.105
Riserva sovrapprezzo		687.711	687.711
Riserva da hedge accounting		(34.681)	(334.801)
Altre riserve		(164.742)	(134.541)
Risultati portati a nuovo		(199.362)	(262)
Risultato di periodo		(491.925)	(199.100)
Patrimonio netto attribuibile agli azionisti della controllante		(99.894)	122.112
Patrimonio netto attribuibile a strumenti partecipativi di capitale		221.584	0
Totale patrimonio netto	<i>(4.16)</i>	121.690	122.112

Fonte: Bozza di prospetto contabile consolidato al 31 dicembre 2016

37. Rispetto ai dati patrimoniali al 31 ottobre 2016, la situazione contabile consolidata al 31 dicembre 2016 evidenziava un ulteriore peggioramento del Patrimonio Netto ante Riserva per Strumenti Finanziari Partecipativi che si riduceva da Euro -41,2 milioni ad Euro -99,9 milioni, per effetto delle variazioni riportate nella tabella che segue.

⁴¹ Di fatto, trattasi di prospetti contabili e non di bilancio consolidato, in quanto le risultanze al 31 dicembre 2016 non sono state discusse in CdA per procedere all'approvazione. La stessa situazione si rileva anche per il bilancio d'esercizio 2016.

Tabella 3.1: Riepilogo delle variazioni del PN tra il 31.10.2016 e il 31.12.2016

Descrizione / dati in Euro Milioni	31/12/2016	31/10/2016	Delta
Capitale Sociale	103,1	103,1	-
Riserva da sovrapprezzo azioni	687,7	687,7	-
Riserva da <i>hedge accounting</i>	(34,7)	(174,7)	140,0
Altre riserve	(164,7)	(136,1)	(28,6)
Risultati portati a nuovo	(199,4)	(199,4)	-
Risultati di periodo	(491,9)	(321,8)	(170,1)
Patrimonio Netto controllante	(99,9)	(41,2)	(58,7)
Strumento Finanziario Partecipativo (SFP) sottoscritto da Etihad	221,6		
Patrimonio Netto a seguito dell'emissione dello SFP	121,7		

Fonte: Elaborazione redatta a partire dai dati contabili a disposizione per l'esercizio 2016 ⁽⁴²⁾

Tali variazioni riguardavano:

- il saldo negativo della riserva *hedge accounting*, che si riduceva di Euro 140 milioni per effetto della valutazione del *fair value* degli strumenti derivati al 31 dicembre 2016;
- il saldo negativo delle altre riserve, che si incrementava di Euro 28,6 milioni a seguito della costituzione di una riserva negativa nel mese di dicembre 2016 volta ad accogliere la rilevazione dell'attualizzazione del credito di regresso verso Etihad;
- l'aumento della perdita d'esercizio 2016 nella misura di Euro 170,1 milioni.

38. In data 22 dicembre 2016, il patrimonio netto negativo della controllante pari ad Euro 99,9 milioni veniva coperto mediante l'emissione di uno strumento finanziario partecipativo (SFP) di Euro 221,6 milioni ⁽⁴³⁾ *ex art.* 2346 c. 6 c.c., sottoscritto interamente da Etihad.

39. Ad esito dell'emissione dello SFP, il gruppo Alitalia S.A.I. presentava la seguente situazione patrimoniale e finanziaria ⁽⁴⁴⁾:

⁴² Si veda la documentazione allegata Prospetti Economici Consolidati al 31 dicembre 2016 e Relazione Illustrativa *ex art.* 2446 c.c. predisposta in data 22 dicembre 2016.

⁴³ L'operazione veniva approvata in sede di Consiglio di Amministrazione in data 22 dicembre 2016.

⁴⁴ I dati della Posizione Finanziaria Netta e del Capitale Investito Netto sono rappresentati in accordo con le rappresentazioni di *management accounting* fornite dal *management* di Alitalia S.A.I.. Nella bozza di bilancio consolidato al 31 dicembre 2016, il dato della posizione finanziaria netta è stato rappresentato al netto dei crediti finanziari del gruppo pari ad Euro 197,9 milioni.

- Patrimonio Netto totale pari ad Euro 122 milioni;
- Posizione Finanziaria Netta pari ad Euro 1.227 milioni;
- Capitale Investito Netto pari ad Euro 1.349 milioni.

3.1.3 Alitalia S.A.I. e Alitalia Cityliner – periodo 1.1.2017-30.4.2017

40. All'inizio del mese di gennaio 2017, Alitalia S.A.I. procedeva a nominare Roland Berger S.r.l. e KPMG Advisory S.p.A. quali Advisor incaricati dello svolgimento di una *Independent Business Review* (IBR) del Piano Industriale e Finanziario Aggiornato, rispettivamente per gli aspetti industriali e finanziari.
41. In data 24 gennaio 2017 Alitalia S.A.I. trasmetteva ai creditori un piano di cassa sino al 30 marzo 2017, rivisto e sottoposto alla *review* dell'*advisor* Lazard.
42. In data 26 gennaio 2017, Alitalia S.A.I. sottoscriveva:
- l'accordo di *Stand Still* con Etihad, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., UniCredit S.p.A., UniCredit Factoring S.p.A., Factorit S.p.A., Mediocredito Italiano S.p.A., MPS Leasing & Factoring - Banca per i Servizi Finanziari alle Imprese S.p.A. e Banca IMI S.p.A. (di seguito, l'“Accordo di Moratoria Banche”);
 - l'accordo di *Stand Still* con Generali, in qualità di titolare di obbligazioni quotate sul mercato regolamentato irlandese emesse da Alitalia S.A.I. (di seguito, l'Accordo di Moratoria Obbligazionisti” ⁽⁴⁵⁾ e congiuntamente all'Accordo di Moratoria Banche, gli “Accordi di Moratoria”) ⁽⁴⁶⁾.
43. In data 27 gennaio 2017, Alitalia S.A.I., mediante pubblicazione di due comunicati, dava notizia rispettivamente, al *Third Market* e al mercato regolamentato irlandese, sui quali erano negoziate le obbligazioni emesse dalla Alitalia S.A.I., della firma degli Accordi di Moratoria, in attuazione degli

⁴⁵ In attuazione degli impegni assunti da Alitalia ai sensi dell'Accordo di Moratoria Obbligazionisti, Alitalia S.A.I., tramite i suoi consulenti legali, si era avvalsa dell'attività di un esperto *service provider* per individuare i titolari di minoranza delle obbligazioni al fine di sottoporre anche ad essi l'Accordo di Moratoria Obbligazionisti.

⁴⁶ Entrambi gli accordi di moratoria includevano l'impegno dei creditori, durante la fase di preparazione del Piano Industriale e Finanziario Aggiornato e sino al 30 marzo 2017, dall'astenersi dal richiedere o dall'accelerare il rimborso di talune somme dovute a titolo di capitale ed interessi e/o dall'escutere le relative garanzie.

obblighi informativi a cui Alitalia era tenuta ai sensi del Regolamento n. I 596/2014 sugli abusi di mercato (in breve “MAR”). Contestualmente, Alitalia S.A.I. si avvaleva della procedura di ritardo di comunicazione al pubblico di alcune informazioni privilegiate preliminarmente rese note, *inter alia*, ai creditori finanziari e ai titolari delle obbligazioni, sussistendo i termini e le condizioni di cui all'art. 17, quarto comma, MAR.

44. In data 17 febbraio 2017, Alitalia S.A.I. conferiva al Dott. Riccardo Ranalli mandato per la redazione dell'attestazione di cui art. 67, terzo comma, lett. d., L.F., del redigendo piano di ristrutturazione.
45. In data 24 febbraio 2017, Alitalia S.A.I. raggiungeva con le organizzazioni sindacali un'intesa per l'estensione sino al maggio 2017 del termine di efficacia dell'accordo collettivo scaduto il 31 dicembre 2016.
46. A seguito del rilascio dell'IBR da parte degli *advisor* Roland Berger e KPMG, in data 15 marzo 2017, il CdA provvedeva all'approvazione del nuovo piano industriale per il periodo 2017-2021 (di seguito il “Piano 2017-2021”) ⁽⁴⁷⁾ ⁽⁴⁸⁾.
47. In data 29 marzo 2017, Alitalia S.A.I. formulava una proposta di modifica dell'Accordo di Moratoria Banche, volto ad estendere la validità ed efficacia dello stesso sino al 30 aprile 2017 (di seguito, “l'Accordo di Modifica Moratoria Banche”) ⁽⁴⁹⁾.
48. Tra il 30 marzo e il 4 aprile 2017, Etihad Investment Holding Company LLC, Unicredit Factoring S.p.A., Factorit S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A., Unicredit S.p.A., Mediocredito Italiano S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. accettavano l'Accordo di Modifica Moratoria Banche. Anche Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e MPS Leasing & Factoring - Banca per i

⁴⁷ In pari data, l'attestatore rilasciava una *comfort letter* avente ad oggetto: (i) l'avanzamento della propria attività di attestazione e (ii) le conclusioni alle quali, allo stato, era pervenuto in termini di fattibilità del Piano.

⁴⁸ Si segnala peraltro che in data 22 marzo 2017 i creditori di Alitalia S.A.I. ricevevano un piano di cassa aggiornato sino al 28 aprile 2017. Tale aggiornamento era stato sottoposto alla verifica del consulente Lazard, con particolare riguardo al riscontro di ragionevolezza delle assunzioni adottate e dei flussi di cassa indicati nel piano di cassa aggiornato.

⁴⁹ Si consideri che in pari data, l'attestatore Dott. Ranalli predisponendo una “*bozza avanzata*” di asseverazione con certificazione della veridicità dei dati assunti a supporto del Piano e preliminari indicazioni circa la fattibilità dello stesso (soggetto alla definizione di articolati contrattuali con le controparti finanziarie).

Servizi Finanziari alle Imprese S.p.A., in data 12 aprile 2017, accettavano l'Accordo di Modifica Moratoria Banche.

49. Sempre nel corso del mese di aprile 2017, Alitalia S.A.I. iniziava una trattativa con EA Partners I e EA Partners II per ottenere un *waiver* volto ad evitare che la firma degli Accordi di Moratoria e le contestuali negoziazioni avviate con i creditori ⁽⁵⁰⁾ legittimassero i titolari di detti titoli obbligazionari a pretendere l'immediato rimborso ⁽⁵¹⁾.
50. Il successivo 21 aprile 2017 era sottoscritto l'ulteriore accordo di modifica dell'Accordo di Moratoria Obbligazionisti, volto a estendere la validità ed efficacia delle previsioni dell'Accordo di Moratoria Obbligazionisti sino al 30 aprile 2017.
51. Sul piano della contrattazione sindacale presso il Ministero dello Sviluppo Economico ("MISE"), si svolgeva un incontro al quale partecipavano i rappresentanti legali di Alitalia S.A.I. e le associazioni sindacali e professionali di categoria rappresentanti i lavoratori, al termine del quale era stato firmato un *pre-accordo*, volto a definire una ristrutturazione dei rapporti di lavoro del personale dipendente, che prevedeva:
 - esuberi complessivi per 1.700 unità, di cui a tempo determinato 980, mediante l'attivazione dei meccanismi di cassa integrazione straordinaria per due annualità, da attivarsi entro il mese di maggio 2017, oltre a misure di incentivazione all'esodo;
 - miglioramento dell'efficienza e della produttività aziendale del personale navigante mediante nuove condizioni contrattuali tra cui: la riduzione della retribuzione nella misura media dell'8%, il superamento ed il riproporzionamento delle fasce di indennità di volo oraria per il personale part-time, l'allungamento degli scatti di anzianità (da annuali a triennali) con primo scatto nel 2020, la diminuzione dei riposi annuali

⁵⁰ Tali negoziazioni erano state avviate nei termini di un accordo di ristrutturazione *ex art.* 182-bis.

⁵¹ Di fatto, Alitalia S.A.I. ed il gruppo Generali (per il tramite dei rispettivi consulenti) avevano individuato i presupposti di un potenziale accordo relativo alla ristrutturazione del *bond* in essere "*Project Dolce Vita*", dando anche corso alle attività connesse alla convocazione dell'assemblea dei portatori dei titoli e alla predisposizione delle bozze della documentazione, necessarie a perfezionare l'emissione di un titolo obbligazionario del valore di Euro 375 milioni (interessi cedola 1%) con scadenza nel 2024 che sarebbe stato emesso da una società di nuova costituzione di diritto italiano in sostituzione del titolo obbligazionario di valore pari a Euro 375 milioni – interessi cedola 5,25% – emesso in data il 30 luglio 2015 con scadenza nel 2020.

da 120 a 108 giornate, la prosecuzione del contratto di solidarietà fino alle scadenze previste dalla legge (24 settembre 2018).

Tale *pre*-accordo per avere efficacia sarebbe stato portato all'esame dei lavoratori mediante una consultazione referendaria.

52. In data 24 aprile 2017, il *pre*-accordo era sottoposto ad un referendum tra i lavoratori dipendenti di Alitalia S.A.I. e veniva respinto dal 68% dei votanti.
53. In data 25 aprile 2017, il Consiglio di Amministrazione della società Alitalia S.A.I. si riuniva per riscontrare l'esito delle consultazioni referendarie, evidenziando che *"(...) il voto favorevole dei dipendenti costituiva un pre-requisito per il buon fine del piano di risanamento ex art. 67 L.F. a lungo negoziato con i vari stakeholder della Società (...)"*. Stante quanto sopra riscontrato, il Presidente del Consiglio di Amministrazione sottolineava la necessità di presentare l'istanza con la richiesta di ammissione all'Amministrazione Straordinaria, tenuto conto sia delle proiezioni di cassa illustrate dal *Chief Financial Officer* di Alitalia S.A.I. Duncan Naysmith che della difficoltà di poter raggiungere in tempi brevi un nuovo accordo alternativo con i sindacati, così come confermato dal *Chief People & Performance Officer* Antonio Cuccuini.
54. In data 27 aprile 2017, il CdA della società Alitalia S.A.I. procedeva all'approvazione della Relazione Illustrativa *ex art.* 2447 c.c., la quale riportava la seguente situazione patrimoniale:

Figura 3.4: Patrimonio netto di Alitalia S.A.I. al 28 febbraio 2017

€/mgl	28.02.2017
Capitale Sociale	103.105
Riserve di capitale	687.993
Riserva SFP	221.584
Altre riserve	(28.945)
Risultati portati a nuovo	(851.293)
Risultato di periodo	(205.245)
Totale patrimonio netto	(72.801)
2/3 Capitale Sociale	68.737
Δ vs. soglia rilevanza art. 2446	(141.537)
Δ vs. soglia rilevanza art. 2447	(72.851)
Riserva Hedge Accounting	(38.449)
Patrimonio netto (inclusa riserva Hedge Accounting)	(111.249)

Fonte: Relazione Illustrativa *ex art.* 2447 c.c. predisposta in data 27 aprile 2017

55. Attesa l'impossibilità di procedere all'avvio del Piano 2017-2021 ad esito del referendum del 25 aprile, in data 2 maggio 2017, il Consiglio di Amministrazione deliberava la presentazione dell'istanza motivata con la richiesta di ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria ex D.L. 347/2003 convertito in L. 39/2004, conferendo al Presidente tutti i più ampi poteri ordinari e straordinari per compiere ogni atto necessario e propedeutico al tempestivo deposito della domanda.

56. Con Decreto emanato in pari data, il Ministero dello Sviluppo Economico, rilevato che, dalla documentazione allegata all'istanza:

- *“(...) la Società ricorrente presenta un numero di dipendenti ed un indebitamento complessivo superiori alle soglie minime di legge (...)”*
- *“(...) la Società istante versa in stato di insolvenza, come illustrato e documentato nell'istanza medesima e nei relativi allegati, atteso che al 28 febbraio 2017 emergono passività correnti per circa 2,3 miliardi a fronte di attività correnti per Euro 921 milioni (...)”;*
- *“(...) Ritenuta l'urgenza di provvedere con immediatezza all'apertura della procedura, alla luce delle criticità evidenziate nel ricorso, e ritenuto pertanto di procedere alla nomina del commissario straordinario (...)”;*

procedeva alla nomina dei Commissari Straordinari nelle persone del dott. Luigi Gubitosi, del prof. Enrico Laghi e del prof. Stefano Paleari.

57. Visto il Decreto emanato in data 2 maggio 2017 per la controllante Alitalia S.A.I., la società Alitalia Cityliner presentava l'istanza di ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria in data 11 maggio 2017 ⁽⁵²⁾.

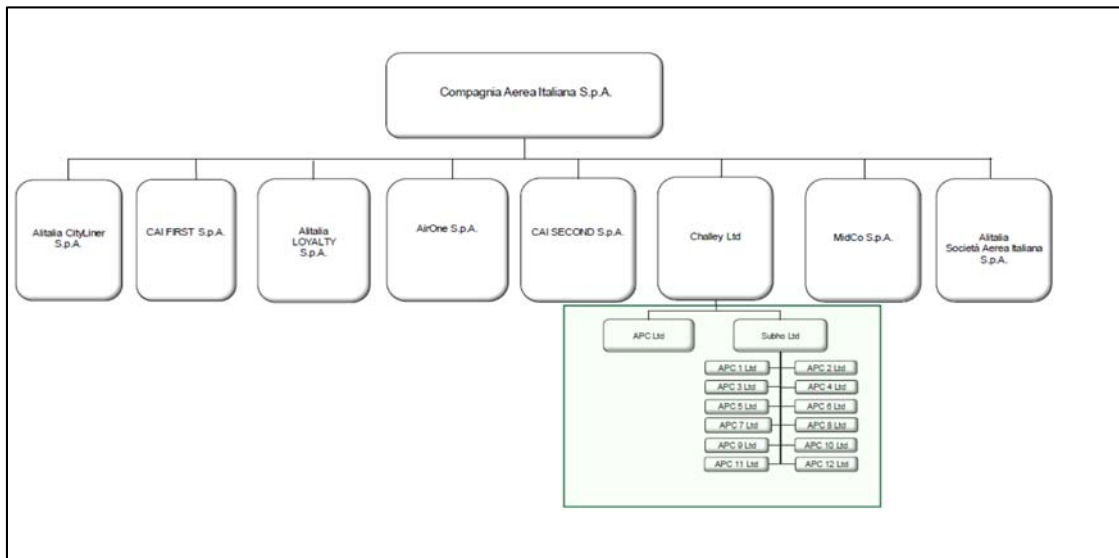
58. Il Decreto di ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria per la società Alitalia Cityliner veniva emanato in data 12 maggio 2017, ritenendo sussistenti i requisiti di estensione della procedura già attivata per la controllante ex art. 3, comma 3, del D.L. 347/2003 e provvedendo alla nomina dello stesso organo collegiale di Commissari Straordinari insediatosi per Alitalia S.A.I..

⁵² In data 26/05/2017, il Tribunale di Civitavecchia dichiarava l'insolvenza della società.

3.2. La struttura del gruppo

59. Al 24 settembre 2014, data di costituzione della società Alitalia S.A.I., la stessa risultava compresa nel gruppo di Alitalia C.A.I., come di seguito illustrato:

Figura 3.5: Struttura societaria del gruppo sottoposto al controllo di Alitalia C.A.I. al 31 dicembre 2014



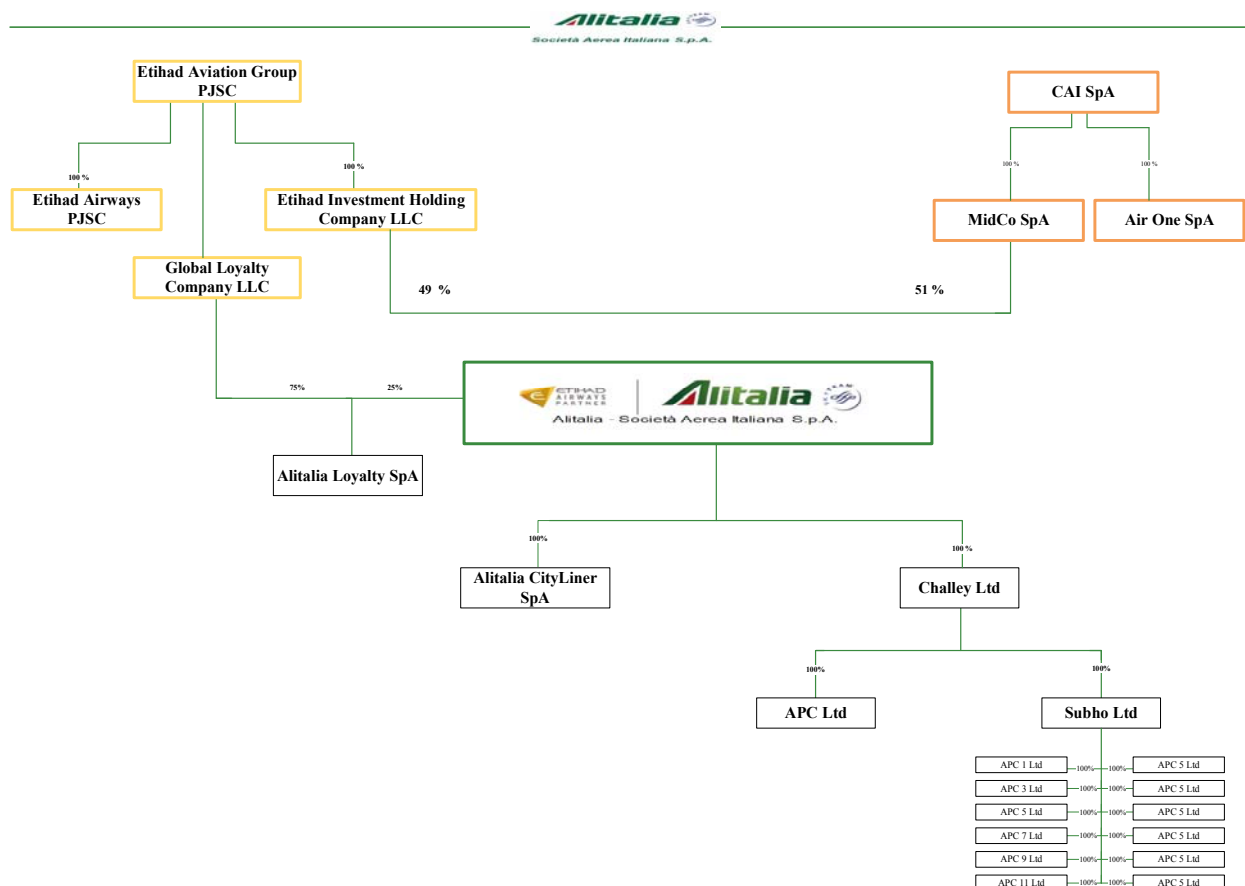
Fonte: Bozza di Prospetto Consolidato del gruppo Alitalia C.A.I. al 31 dicembre 2014

60. Le partecipazioni detenute da Alitalia C.A.I. comprendevano tra le altre, oltre ad Alitalia S.A.I. S.p.A.:

- C.A.I. FIRST S.p.A. e C.A.I. SECOND S.p.A., società operative dal 13 gennaio 2009 nell'esercizio di linee e collegamenti aerei e di servizi, direttamente o per conto terzi, per il trasporto di persone e cose in Italia e fra l'Italia e Paesi esteri;
- Air One S.p.A. (di seguito "Air One") e Alitalia CityLiner, società operative dal 13 gennaio 2009 nell'esercizio di aeromobili, di linee aeree e di servizi, direttamente e per conto di terzi, per il trasporto aereo di persone in Italia e fra l'Italia e Paesi esteri;
- Alitalia Loyalty S.p.A. (di seguito "Alitalia Loyalty"), società operativa dal 2013 nello sviluppo e nella gestione del *business* Loyalty di Alitalia;
- Challey Ltd, società operativa nell'esercizio di *lease*, acquisto, vendita di aeromobili, elicotteri, veicoli, motori e parti correlate.

61. A seguito dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda del trasporto aereo da Alitalia C.A.I. a Alitalia S.A.I. con efficacia dal 1 gennaio 2015, ed alcune operazioni straordinarie il gruppo Alitalia S.A.I. assumeva il seguente perimetro:

Figura 3.6: Struttura societaria del gruppo Alitalia S.A.I. al 31 dicembre 2015



Fonte: Fascicolo di Bilancio Consolidato del gruppo Alitalia C.A.I. al 31 dicembre 2015

62. L'assetto proprietario post-conferimento evidenziava che:

- a. il 51% di Alitalia S.A.I. veniva mantenuto in capo ai soci di Alitalia C.A.I., mediante la controllata totalitaria MidCo S.p.A.;
- b. il 49% veniva acquisito dal socio Etihad sulla base del contenuto degli accordi formalizzati mediante la sottoscrizione del TIA ⁽⁵³⁾.

⁵³ Per approfondimenti sull'operazione di costituzione della società Alitalia S.A.I. si rimanda all'analisi effettuata nel Capitolo 4.

Una prima modifica del nuovo assetto proprietario e organizzativo si verificava in data 21 gennaio 2015, in quanto la società Alitalia S.A.I. cedeva alla Global Loyalty Company, società appartenente al gruppo Etihad, il 75% della partecipazione detenuta in Alitalia Loyalty (⁵⁴).

63. Un'ulteriore modifica dell'assetto proprietario e organizzativo sopra descritto riguardava le società C.A.I. First (⁵⁵) e C.A.I. Second, le quali, non essendo più operative da febbraio 2015, venivano fuse per incorporazione nella controllante Alitalia S.A.I. nel mese di novembre 2015 (⁵⁶).

3.3 Profilo della società Alitalia S.A.I.

64. Come evidenziato nel paragrafo 1 del presente Capitolo, in data 8 agosto 2014 le società Alitalia C.A.I. ed Etihad Airways sottoscrivevano il TIA, mediante il quale venivano definiti i termini dell'operazione di conferimento del ramo operativo da Alitalia C.A.I. alla *newco* Alitalia S.A.I..

⁵⁴ Come verrà meglio dettagliato di seguito, l'operazione di cessione di Alitalia Loyalty, avente ad obiettivo l'inserimento di Alitalia Loyalty nella più vasta rete di programmi di fidelizzazione di GLC, ha permesso ai clienti fidelizzati con il programma "Alitalia MilleMiglia" di entrare a far parte del *network* EY-AZ. I profili dell'operazione sono analizzati nel Capitolo 4, mentre nel Capitolo 7 è riportato l'impatto contabile sul bilancio consolidato e sui bilanci d'esercizio della società "alienante" Alitalia S.A.I.

⁵⁵ Si segnala che il Consiglio di Amministrazione in carica per l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2013 di Alitalia C.A.I. ed in carica alla data di stipula del TIA (8 agosto 2014) era composto da: Roberto Colaninno (Presidente CdA), Riolacci Pierre-Francois (Consigliere), Volpi Mario (Consigliere), Zurzolo Alessandro (Consigliere), De Marchis Ranieri (Consigliere), Nodari Amedeo Giovanni Maria (Consigliere), Stanzani Ghedini Paolo Luca (Consigliere), Canè Fabio Cosmo Domenico (Consigliere), Del Torchio Gabriele (Consigliere), Maccagni Davide (Consigliere), Turicchi Antonino (Consigliere).

⁵⁶ Sul punto, si è provveduto ad analizzare la documentazione depositata in Camera di Commercio. In data 20 novembre 2015, veniva redatto l'atto di fusione per incorporazione delle società C.A.I. First SpA e C.A.I. Second SpA nella società Alitalia S.A.I. SpA.

Dalla lettura degli atti depositati, si riscontra che la necessità dell'incorporazione di entrambe le società nell'incorporata scaturiva dall'esigenza di "(...) *procedere alla concentrazione in capo alla Società incorporante delle attività svolte in precedenza dalle Società incorporande, inserendosi l'operazione nell'ambito di un più vasto processo di semplificazione e riorganizzazione societaria avviato dalla Società incorporante. C.A.I. First S.p.A. e C.A.I. Second S.p.A. hanno infatti cessato ogni attività operativa rispettivamente il 6 febbraio e l'11 febbraio 2015, avendo precedentemente trasferito alla Società incorporante i diritti di volo di cui erano titolari (...)*".

Stante quanto sopra rappresentato, nel bilancio d'esercizio 2015 della società Alitalia S.A.I. non emergevano né differenze di annullamento (derivante dal confronto tra il valore della partecipazione detenuta nell'incorporata e la corrispondente quota di patrimonio netto della società incorporata) né tantomeno differenze di concambio per effetto dell'operazione di fusione sopra descritta (in quanto entrambe le società oggetto di fusione erano interamente possedute da Alitalia S.A.I.).

65. Di seguito, vengono illustrate le caratteristiche principali dell'attività svolta, dell'assetto organizzativo e degli organi di gestione e controllo di Alitalia S.A.I. prima dell'entrata in Amministrazione Straordinaria della società.

3.3.1 L'attività svolta

66. L'oggetto sociale di Alitalia S.A.I. riporta “(...) *l'esercizio in via diretta e/o mediante società partecipate e/o enti e/o consorzi, di linee e collegamenti aerei per il trasporto di persone e cose in Italia, fra l'Italia e paesi esteri, e in paesi esteri (...)*”⁵⁷). Nell'ambito dell'esercizio della sua attività, il gruppo Alitalia C.A.I. nascente nel 2008 aveva scelto come basi operative gli aeroporti di Roma Fiumicino e Milano Linate, cercando contemporaneamente di rafforzare la propria posizione sui principali mercati internazionali attraverso un'offerta di voli di linea (corto, medio e lungo raggio), *cargo* e *charter*.

67. Nel periodo 2009-2013, il network Alitalia C.A.I. operava principalmente sul breve e medio raggio, trovandosi in competizione diretta con i vettori *Low Cost Carrier* (LCC). Tale scelta di posizionamento non consentiva ad Alitalia di acquisire un vantaggio competitivo, soprattutto per l'elevato differenziale di costi di struttura esistente tra la società e i vettori LCC.

68. Come meglio illustrato nei Capitoli 4 e 5, tramite l'accordo con Etihad Airways, il nuovo gruppo Alitalia S.A.I. ambiva invece a divenire parte integrante di un modello operativo *hub carrier* (detti anche vettori *Value Network Carrier*, in breve “VNC”), ovvero parte di una rete funzionale all'alimentazione (c.d. *feeding* e *de-feeding hub*) delle rotte di lungo raggio operate mediante il proprio unico *hub* di Fiumicino in connessione con gli altri *hub* del gruppo Etihad.

69. Secondo quanto riportato nelle linee guida del Piano 2015-2018, il nuovo gruppo intendeva espandersi mediante:

- a. l'apertura di nuove rotte a lungo raggio;
- b. l'incremento nella frequenza dei voli da operare;

⁵⁷ La società veniva costituita inizialmente nella forma giuridica di *società a responsabilità limitata* (Srl) e poi successivamente veniva trasformata in SpA in data 4 dicembre 2014 al fine di procedere con l'operazione di conferimento efficace dal 1 gennaio 2015 (v. *supra* Capitolo 3, Paragrafo 1.2).

- c. l'aumento del numero di destinazioni raggiunte sia come destinazione finale sia come destinazione da utilizzare come *feeding*;
- d. la crescita della flotta aerea (di proprietà e/o in *leasing*) necessaria per supportare tale sviluppo.

70. L'introduzione delle nuove rotte aeree aveva riguardato:

- a partire dal mese di aprile 2015, n. 2 rotte giornaliere per Abu Dhabi da Milano Malpensa e da Venezia Cristoforo Colombo;
- a partire dal mese di maggio 2015 e nel periodo "*Expo2015*", n. 1 volo stagionale Milano – Shanghai con n. 3 frequenze settimanali effettuate con aeromobili A330;
- a partire dal mese di giugno 2015, la nuova tratta Roma – Seul con n. 3 frequenze a settimana, portate a n. 4 durante la stagione invernale e operate con aeromobili A330;
- nei mesi estivi dell'esercizio 2016, erano state aperte n. 2 nuove rotte su Santiago del Cile e su Città del Messico.

71. Nel nuovo contesto di partnership con Etihad, il nuovo gruppo avrebbe dovuto inoltre migliorare la collocazione del *brand* Alitalia nel panorama competitivo delle compagnie aeree, mediante la cura del servizio offerto sia in termini di maggior valore da offrire al cliente che di attenzione al *pricing* del servizio stesso.

72. Tale miglioramento sarebbe dovuto avvenire anche per mezzo:

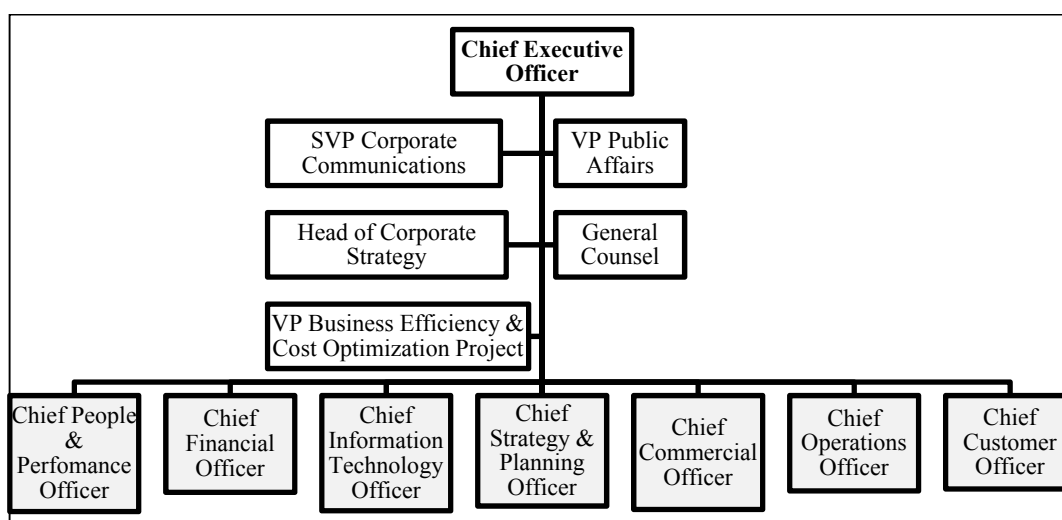
- del rilancio dell'immagine di Alitalia, procedendo al *restyling* degli interni degli aeromobili, nonché di tutti gli spazi aeroportuali in gestione per l'attività *non-aviation* (es. spazi per *lounge*, accoglienza clienti, ecc.);
- dell'incremento del personale dedicato ai passaggi in transito dei voli internazionali, al fine di migliorare l'esperienza del cliente nelle fasi di connessione e scalo per l'accesso al volo successivo;
- dell'incremento delle postazioni di *self-check-in* e *drop-off* per garantire una maggiore efficienza del servizio per i *frequent flyer*;
- del miglioramento del servizio ed incremento del numero di collegamenti (tramite *bus* o treno) all'interno degli aeroporti di Malpensa e Fiumicino per il raggiungimento dei differenti *terminal* di viaggio.

73. Tali indicazioni strategiche costituivano i presupposti dell'adozione del Piano 2015-2018 presi in considerazione nelle analisi svolte nei Capitoli 4 e 5.

3.3.2 L'assetto organizzativo

74. L'organigramma funzionale di Alitalia S.A.I. prevedeva sino all'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria la seguente struttura organizzativa (⁵⁸):

Figura 3.7: Organigramma funzionale



Fonte: Relazione di attestazione ex D.L. 347/2003 e s.m.i. predisposta dal Dott. Riccardo Ranalli

Al Chief Executive Officer (CEO) era sottoposta la supervisione di tutte le funzioni direttive.

Di seguito vengono elencati i principali compiti ascrivibili a ciascuna delle funzioni di direzione sopra indicate (⁵⁹):

⁵⁸ Tale struttura è stata sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione riunitosi in data 1 dicembre 2014.

⁵⁹ Ad integrazione si segnala che, con riguardo alla disciplina dettata dal Decreto Legislativo 8 giugno 2001 n. 231 e successive modifiche ed integrazioni, la Società, sin dal mese di gennaio 2015 (in cui ha avuto inizio la propria attività operativa di vettore aereo) ha riposto particolare attenzione ai profili afferenti la prevenzione dei reati, predisponendo ed implementando il Modello Organizzativo ad oggi adottato.

- *Chief People & Performance Officer* (CPPO): attività legate alla selezione e gestione delle risorse umane, alla sicurezza aziendale, allo sviluppo della struttura organizzativa, al monitoraggio del costo del personale complessivo, ecc.
- *Chief Financial Officer* (CFO): attività legate alla predisposizione del *financial reporting*, alla gestione dei flussi di cassa, alla pianificazione e controllo aziendale, alla verifica della *revenue recognition* e dei processi di fatturazione attiva, alla verifica degli acquisti, ecc.
- *Chief Information Technology Officer* (CITO): attività legate alla gestione e monitoraggio del corretto funzionamento ed implementazione delle strutture di *Information Technology* (IT).
- *Chief Strategy & Planning Officer* (CSPO): attività legate alla ricerca di nuove alleanze e *partnership* strategiche con altri vettori, alle scelte di ampliamento/rivisitazione della composizione della flotta aerea a disposizione, ecc.
- *Chief Commercial Officer* (CCoO): attività legate a ricerche di mercato, all'implementazione del *brand* e della comunicazione, ai processi di *customer relationship management*, alla verifica della *pricing policy* interna, al monitoraggio delle vendite previste/effettuate, ecc.
- *Chief Operations Officer* (COO): attività legate alla predisposizione del piano di manutenzione degli aeromobili, alla qualità e sicurezza dei vettori utilizzati, ecc.
- *Chief Customer Officer* (CCuO): attività legate alla gestione della relazione con il cliente in termini di esperienza sul servizio in volo / a terra, al *design* dei prodotti e dei servizi offerti in connessione con il *business* principale di trasporto aereo, ecc.

75. In data 1 dicembre 2014, il CdA di Alitalia S.A.I. prevedeva la seguente composizione del *senior management*:

- Silvano Cassano, nella carica di Amministratore Delegato (CEO);
- Duncan Naysmith, nella carica di direttore finanziario (CFO);
- Giancarlo Schisano, quale direttore operazioni (COO);
- Ariodante Valeri, quale direttore commerciale (CCoO);

- John Shepley, quale direttore pianificazione e strategie (CSPO);
- Antonio Cuccuini, quale direttore del personale (CPPO);
- Aubrey Tiedt, quale responsabile clienti (CCuO).

76. In data 19 gennaio 2015, il CdA provvedeva ad integrare la composizione con le seguenti figure direttive:

- Matteo Mancinelli, quale responsabile legale (*General Counsel*);
- Paolo Dionisi, quale responsabile affari pubblici e internazionali (*VP International and Public Affairs*);
- Clemente Senni, quale responsabile affari societari (*VP Corporate Affairs*).

3.3.3 Gli organi di gestione e controllo

77. Sino all'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, Alitalia S.A.I. aveva adottato un modello di *governance* tradizionale, che vedeva la presenza dell'assemblea degli azionisti (con i poteri e le competenze previste dalla legge), dell'organo amministrativo (al quale era affidata la gestione della società), dell'organo che svolgeva la funzione di controllo contabile e di quello deputato ai controlli di legalità.

78. Alitalia S.A.I. era amministrata da un organo collegiale (CdA) che, in base allo statuto, era costituito da 9 membri, di cui 3 membri da nominarsi dagli azionisti di categoria B (Etihad), mentre i restanti 6 membri erano nominati dall'assemblea degli azionisti con le maggioranze richieste dalla disciplina codicistica, senza che gli azionisti di categoria B potessero esercitare diritto di voto.

79. In seno al CdA erano state previste le figure del Presidente ⁽⁶⁰⁾, dell'Amministratore Delegato ⁽⁶¹⁾ e del Vice-Presidente (quest'ultimo espressione del socio Etihad).

⁶⁰ La figura del Presidente dovrebbe essere priva di deleghe operative, ma in realtà acquisisce pieni poteri nel periodo intercorso tra le dimissioni dell'Amministratore Delegato Cassano nell'esercizio 2015 e la nomina del nuovo Amministratore Delegato Cramer Ball avvenuta solo nell'esercizio 2016.

⁶¹ Si segnala che la nomina ad amministratore delegato del dott. Silvano Cassano era prevista specificatamente nel TIA.

80. Come deliberato con approvazione a maggioranza del Consiglio di Amministrazione del 26 novembre 2014, al Presidente erano delegati i seguenti poteri in qualità di amministratore non esecutivo:

- il coordinamento e la responsabilità delle funzioni di *internal audit*;
- fornire indicazioni al consiglio in merito ad eventuali nomine e/o licenziamenti di dirigenti della società, che riportassero direttamente all'Amministratore Delegato;
- la cura dei rapporti con i soci della società;
- il coordinamento dell'adeguato funzionamento degli organi societari.

Al Vice-Presidente erano delegati i suddetti poteri (non esecutivi) in assenza della figura del Presidente.

All'Amministratore Delegato erano stati delegati tutti i poteri necessari per procedere al perfezionamento dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda del trasporto aereo in Alitalia S.A.I., anche sulla base di quanto riportato all'intero del TIA (⁶²).

⁶² Con verbale del 26 novembre 2014, il Consiglio di Amministrazione affidava nel dettaglio i seguenti poteri all'Amministratore Delegato:

"(...) i. Tutti i più ampi poteri necessari ed opportuni (nessuno escluso o altrimenti limitato) al fine di porre in essere (anche mediante sub-delega e a mezzo di procuratori speciali), nei limiti della provvista finanziaria che ove necessaria sarà fornita da Alitalia CAI alla società, le attività preparatorie per il conferimento dell'azienda nonché per il completamento dell'operazione con Etihad, ivi inclusi, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo:

- *Il potere di formalizzare, sottoscrivere e stipulare tutti gli atti, contratti, e documenti necessari ed opportuni (inclusi accordi di novazione, accordi trilaterali vulture, ecc.) al fine di procedere al conferimento alla società del business relativo all'attività di vettore aereo attualmente svolta da Alitalia-CAI, il tutto nel contesto della citata operazione di conferimento;*
- *Il potere di curare e coordinare i rapporti con tutte le autorità e gli uffici (regolatori, amministrativi o di altro genere), sia italiani sia esteri, in relazione ad attività funzionali al conferimento di cui sopra, e di procedere alla formalizzazione di tutti i relativi atti, depositi e altre formalità;*
- *Il potere di curare l'apertura di filiali (branches) estere della società, sottoscrivendo tutti i relativi atti, contratti e documenti;*

ii. Tutti i più ampi poteri necessari ed opportuni (nessuno escluso o altrimenti limitato) al fine di porre in essere (anche mediante sub-delega e a mezzo di procuratori speciali) tutte le attività preliminari ritenute necessarie ed opportune al fine di preparare e organizzare il business e l'operatività della società a decorrere dalla data del closing dell'operazione strategica con Etihad (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, la preparazione delle proposte da sottoporre all'approvazione del consiglio di amministrazione relativamente al budget 2015 della Società, alla preparazione del network plan della Società, alla pianificazione di investimenti, accordi ed operazioni da eseguirsi successivamente, e subordinatamente, al closing e in conformità al nuovo Business Plan, ecc.), restando inteso che l'Amministratore Delegato riferirà periodicamente al Consiglio di Amministrazione e che tutti i contratti o impegni eventualmente stipulati o assunti dall'Amministratore Delegato, in nome e per conto della Società, nell'esercizio dell'incarico in questione dovranno essere subordinati al positivo perfezionamento del closing dell'operazione. (...)".

Inoltre, con verbale del 19 gennaio 2015, alla medesima figura erano delegati a livello generale i poteri necessari per lo svolgimento delle seguenti attività:

“(...)

- i. Il potere di curare la gestione ordinaria della Società e gli affari sociali, con responsabilità degli uffici, del personale, del patrimonio della Società, nonché della corretta conduzione dell'attività aziendale. Nello svolgimento di tale incarico, l'Amministratore Delegato darà corretta attuazione alle deliberazioni ed alle raccomandazioni del Consiglio di Amministrazione per le materie di sua competenza, compiendo tutti gli atti attinenti alla gestione operativa necessari, utili o funzionali per il buon andamento dell'attività aziendale e per il raggiungimento degli scopi sociali, restando inteso che l'Amministratore Delegato riferirà periodicamente al Consiglio di Amministrazione;*
- ii. il potere di porre in essere, in nome e per conto della Società, ogni adempimento necessario per assolvere obblighi normativi, ivi inclusi quelli in materia antincendio, tutela dell'ambiente, scarichi industriali, rifiuti, immissioni in atmosfera, inquinamenti di qualsiasi tipo ovvero specifici della normativa aeronautica, salute e sicurezza sui luoghi di lavoro;*
- iii. il potere di sub-delegare i poteri affidatigli, tramite procura speciale o altro mezzo previsto dalla legge. L'amministratore Delegato dovrà esercitare i poteri conferiti in relazione alle sue funzioni specifiche, potendo destinare autonomamente le somme necessarie per la realizzazione delle garanzie nei settori individuate al precedente punto (ii).*

I.BUDGET E PIANO INDUSTRIALE DELLA SOCIETA'

(A) il potere di formulare proposte al Comitato Revisione e al Consiglio di Amministrazione, inerenti l'approvazione o la modifica da parte del Consiglio di Amministrazione del piano industriale (business plan) pluriennale e/o del budget annuale della Società.

II.STRUTTURA ORGANIZZATIVA E GESTIONE DEL PERSONALE DELLA SOCIETA'

Inoltre, con il successivo verbale del 23 dicembre 2014, all'Amministratore Delegato veniva affidato il *“(...) potere di operare sui conti correnti della Società (ndr, Alitalia S.A.I.) fino al 31 gennaio 2015 senza limiti di importo, il tutto al fine di adempiere alle scadenze dei pagamenti imposti alla Società (...)”*.

(B) il potere di formulare proposte al Consiglio di Amministrazione in merito alla struttura organizzativa della Società e delle sue controllate, anche in relazione alla verifica della sua adeguatezza da parte del Consiglio stesso;
(C) il potere di definire, nel quadro della struttura organizzativa e della politica di remunerazione definite dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dello statuto e nei limiti del piano industriale e/o del budget della Società, l'organizzazione delle Società e delle sue controllate, le loro strutture funzionali e il relativo organigramma e, in questo contesto:

(i) il potere di nominare e licenziare dipendenti e dirigenti della Società stabilendone la remunerazione, prendendo in considerazione, per quanto attiene ai dirigenti, esclusivamente le raccomandazioni e i pareri espressi dal Comitato Nomine e Remunerazioni e delegando agli stessi i propri poteri nei limiti previsti dal Manuale dei Poteri (Manual of Authority) approvato di volta in volta dal Consiglio di Amministrazione, con l'obbligo di riferire al Consiglio di Amministrazione in relazione ai poteri delegati e di assicurare il corretto esercizio dei medesimi poteri delegati fermo restando che :

(A) l'eventuale nomina di dirigenti esecutivi con obbligo di riportare direttamente all'Amministratore Delegato, inclusi uno o più Direttori Generali, rimane attribuita alla competenza del Consiglio di Amministrazione, che delibera, su proposta dell'Amministratore Delegato, dopo l'esame della candidatura da parte del Comitato Nomine e Remunerazioni e avendone acquisito le relative raccomandazioni e pareri, coerentemente con i propri doveri previsti dallo Statuto della Società;

(B) la determinazione dei termini di assunzione e licenziamento, la remunerazione e gli altri benefits aziendali dei dirigenti senior assunti dalla Società rimane attribuita alla competenza del Consiglio di Amministrazione, che delibera, su proposta dell'Amministratore Delegato, dopo l'esame del Comitato Nomine e Remunerazioni e avendone

acquisito le relative raccomandazioni e pareri, coerentemente con i propri doveri previsti dallo Statuto della Società;

(ii) il potere di gestire i rapporti con le organizzazioni sindacali e di coordinare le relazioni industriali della Società e delle controllate;

(D) il potere di istituire o sopprimere sedi secondarie, dandone comunicazione al Consiglio di Amministrazione qualora l'istituzione o la soppressione di tali sedi secondarie sia dipendente dall'apertura o dalla chiusura di nuove rotte;

III. INVESTIMENTI, DISINVESTIMENTI E ALTRE OPERAZIONI

(E) il potere di acquistare e di cedere, in qualsiasi modo, forma e modalità negoziale (compresa la sottoscrizione, il conferimento, etc..) beni mobili, registrati e non, immobili, aziende, partecipazioni sociali o altro:

(i) con firma singola fino all'ammontare di Euro 15 milioni;

(ii) con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario per operazioni di valore compreso fra Euro 15 milioni e Euro 30 milioni;

fermo restando che: (i) le soglie di valore sopra indicate si intendono riferite a singole operazioni o serie di operazioni tra loro collegate; (ii) nella determinazione del valore delle acquisizioni o dismissioni di beni, aziende o partecipazioni sociali si terrà conto, oltre che del prezzo (se il corrispettivo è in denaro) o del valore di scambio (se il corrispettivo è diverso dal denaro) pattuito, anche delle passività finanziarie direttamente o indirettamente assunte dalla Società o comunque, gravanti sui beni, aziende o partecipazioni oggetto di acquisto o cessione; (iii) le soglie di valore sopra indicate non operano rispetto agli investimenti specificamente previsti nel Piano Industriale e nel budget della Società approvati dal Consiglio di Amministrazione (e nei limiti in cui siano stati approvati), ovvero agli investimenti rientranti nella gestione ordinaria della Società; (vi) in ogni caso le decisioni relative al trasferimento di azioni, partecipazioni o altri titoli detenuti dalla Società in una controllata che possano comportare la perdita del controllo di tali controllate rimangono attribuite alla competenza del Consiglio di Amministrazione ai sensi dello Statuto; fermo restando

quanto sopra, in ragione della volatilità e imprevedibilità dei prezzi del carburante, il potere di procedere all'acquisto di carburante entro il limite (riferito all'ammontare di spesa complessiva, stimata, per ogni fornitore, in relazione al volume di ogni gara promossa) di Euro 250 milioni:

(a) con firma singola fino all'ammontare di Euro 50 milioni,

(b) con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario per acquisti di valore compreso tra Euro 50 milioni e Euro 250 milioni;

(F) il potere di compiere ogni altra operazione e sottoscrivere ogni altro contratto, atto o negozio, purchè entro un limite di spesa o di impegno finanziario:

(a) con firma singola:

1. per ogni contratto che preveda il diritto della Società a risolvere il contratto senza causa con preavviso scritto di 90 giorni;

2. nel caso in cui non sia previsto, il diritto della Società di risolvere il contratto senza causa con preavviso scritto di 90 giorni, fino all'ammontare di Euro 35 milioni;

(b) con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario per operazioni di valore comprese tra Euro 35 milioni e Euro 70 milioni;

fermo restando che per la determinazione delle soglie di valore sopra indicate e del valore delle operazioni considerate si applicheranno i medesimi criteri previsti al precedente punto (E) i),ii),iii);

IV.OPERAZIONI FINANZIARIE E DERIVATI

(G) *il potere di assumere o rimborsare (alla scadenza o anticipatamente) finanziamenti o mutui e di compiere altre operazioni finanziarie (diverse da quelle indicate al successivo punto (I), inclusi, senza limitazioni, finanziamenti e contratti di affitto (lease) relativi ad aeromobili o motori:*

(i) *con firma singola fino all'ammontare di Euro 20 milioni per singola operazione;*

(ii) *con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario per operazioni di valore compreso tra Euro 20 milioni e Euro 50 milioni per singola operazione o serie di operazioni fra loro*

collegate; fermo restando che per la determinazione delle soglie di valore sopra indicate o del valore delle operazioni considerate si applicheranno i medesimi criteri previsti al precedente punto (E) i),ii),iii);

(H) Il potere di concedere o liberare vincoli, pegni, garanzie reali o personali, altre garanzia o diritti affini:

(i) con firma singola fino all'ammontare di, o su beni materiali o immateriali, di valore inferiore a, Euro 10 milioni per singola operazione;

(ii) con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario se di valore compreso, ovvero se riguardanti beni materiali o immateriali, di valore compreso, tra Euro 10 milioni e Euro 25 milioni (incluso) per singola operazione o serie di operazioni tra loro collegate, ovvero per un ammontare complessivo aggregato per anno superiore ad Euro 25 milioni e fino all'ammontare di Euro 50 milioni;

restando inteso che la decisione di creare qualsiasi vincolo sui beni della Società è attribuito al Consiglio di Amministrazione, ad eccezione dei vincoli relativi a , o connessi con, l'affitto e/o il finanziamento di aeromobili, motori e ricambi, e con l'esclusione dei vincoli o altri pesi che garantiscono accordi di finanziamento stipulati ai sensi del precedente punto (G);

(I) il potere di compiere con firma congiunta insieme al Direttore Finanziario operazioni finanziarie relative alla copertura dei rischi delle variazioni dei prezzi del combustibile e dei tassi di cambio entro il limite massimo di valore nozionale di riferimento di Euro 250 milioni per singola operazione, purchè relative ad un arco temporale non superiore a 24 mesi, e sempre che coerenti per rischio, impegno finanziario e tipologia ai piani e programmi di copertura dal rischio di cambio che l'Amministratore Delegato, d'intesa con il Direttore finanziario, dovrà preventivamente elaborare e sottoporre al Consiglio di Amministrazione;

V.ALTRI POTERI

(L) il potere di curare per quanto attiene la gestione degli affari della Società, (i) i rapporti con gli enti tecnologici nonché (ii) d'intesa con il presidente, i rapporti con gli enti regolatori o le associazioni;

(M) il potere di promuovere o rinunciare azioni giudiziali, in ambito civile, amministrativo e/o penale, accettare transazioni, concordati giudiziali o stragiudiziali, preventivi o fallimentari, rinunciare a crediti o garanzie reali o personali, ovvero accettare la cessione di beni o crediti pro soluto o pro solvendo, per rimporsi in linea capitale, non superiori ad Euro 15 milioni, nominando avvocati o procuratori alle liti e, più in generale il potere di nominare difensori e di costituirsi in giudizio in ogni controversia nella quale la Società sia convenuta;

(N) la gestione della comunicazione commerciale (quale, ad esempio, la cura delle campagne pubblicitarie e di advertising, la comunicazione alla clientela, il branding, le relazioni esterne, etc..) e il coordinamento e la sovrintendenza dei rapporti con gli organi di informazione e con i media per quanto attiene la comunicazione commerciale stessa. Tale potere dovrà essere esercitato dall'Amministratore Delegato tenuto conto dei poteri conferiti al Presidente ai sensi della delibera 1 del punto 2 all'ordine del giorno;

(O) il potere (i) di firma e di rappresentanza legale della Società con firma singola, nei confronti terzi, pubblici o privati, davanti a qualunque autorità giudiziaria o amministrativa, essendo espressamente attribuito all'amministratore delegato il potere di sottoscrivere, nella sua menzionata qualità, qualunque documento, atto, negozio, corrispondenza, in nome e per conto della Società, nei limiti dei poteri ad esso conferiti; (ii) di sub-delegare a dirigenti e dipendenti della Società e/o a procuratori i propri poteri esercitabili con firma singola, riferendo delle deleghe conferite al Consiglio di Amministrazione;

(P) il potere di esercitare e/o far valere qualsiasi diritto di cui la Società sia titolare ai sensi dell'Accordo di Esecuzione dell'Operazione (Transaction

Implementation Agreement) dell' 8 agosto 2014, tra Etihad Airways P.J.S.C. e Alitalia Compagnia Aerea Italiana S.p.A., (rinominata Compagnia Aerea Italiana S.p.A. a partire dal giorno 1 gennaio 2015);

(...)”.

81. L'articolazione dei poteri esecutivi dell'organo amministrativo prevedeva la costituzione e l'operatività dei seguenti comitati così come indicato nello Statuto di Alitalia S.A.I. ⁽⁶³⁾:

- Comitato Nomine e Remunerazioni, formato da n. 2 amministratori ⁽⁶⁴⁾, tra gli altri aspetti si occupava di:
 - i. proporre al Consiglio di Amministrazione i candidati da nominare quali Amministratore Delegato e Direttore Finanziario e inoltre proporre un piano per la sostituzione in caso di cessazione dalla carica;
 - ii. esaminare le proposte che l'Amministratore Delegato intende presentare al Consiglio di Amministrazione, relative alla nomina di dirigenti esecutivi e formulare le proprie raccomandazioni e pareri.

Dall'analisi dei verbali redatti dal comitato, si segnala che le adunanze complessive sono state n. 14, di cui la prima in data 25 febbraio 2015 e l'ultima in data 28 luglio 2016. Alle adunanze del comitato partecipava anche il Collegio Sindacale ⁽⁶⁵⁾.

- Comitato Parti Correlate, formato da n. 4 amministratori ⁽⁶⁶⁾, era incaricato di fornire le proprie raccomandazioni in relazione all'applicazione della relativa procedura e in particolare alle operazioni rilevanti.

⁶³ I contenuti dei poteri attribuiti ai singoli Comitati sono riportati anche nel manuale del Modello Organizzativo ex D.Lgs. 231/2001.

⁶⁴ Il comitato è di fatto composto da: n. 1 membri designati dagli amministratori nominati dai titolari di azioni di categoria B; n. 1 membri designati dagli amministratori nominati da titolari di azioni diverse dalla categoria B.

⁶⁵ Nelle adunanze del Comitato Nomine e Remunerazioni risultava sempre presente almeno il Presidente del Collegio Sindacale Dott. Corrado Gatti.

⁶⁶ Il comitato è di fatto composto da: n. 2 membri designati dagli amministratori nominati dai titolari di azioni di categoria B; n. 2 membri designato dagli amministratori nominati da titolari di azioni diverse dalla categoria B.

Dall'analisi dei verbali redatti dal comitato, si segnala che le adunanze complessive sono state n. 4, di cui la prima in data 19 febbraio 2015 e l'ultima in data 9 marzo 2017. Inoltre, ai sensi dell'art. 5 della Procedura Operazioni con Parti Correlate (OPC), il comitato procedeva periodicamente alla predisposizione dell'informativa sulle operazioni effettuate nel corso del periodo (con cadenza trimestrale o semestrale) ⁽⁶⁷⁾.

- Comitato di Revisione, formato da n. 4 amministratori ⁽⁶⁸⁾, era incaricato di esaminare:
 - i. la proposta di *budget* annuale per ciascun esercizio sociale;
 - ii. i finanziamenti superiori ad alcune soglie prefissate;
 - iii. gli investimenti della Società per importi superiori a soglie prefissate;
 - iv. qualsiasi contratto non contemplato nel *budget* che comportava costi o ricavi superiori a soglie prefissate.

Dall'analisi della documentazione messa a disposizione dal *management* di Alitalia S.A.I. non si rinviene alcun verbale definitivo e/o in bozza che riepiloghi l'attività svolta dal suddetto comitato.

- Comitato per il Controllo interno, formato da n. 4 amministratori ⁽⁶⁹⁾, aveva il compito di assistere e supportare, con un'adeguata attività istruttoria, di natura propositiva e consultiva, le valutazioni e le decisioni del Consiglio di Amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi ("SCI").

Dall'analisi dei verbali redatti dal comitato, si segnala che le adunanze complessive sono state n. 12, di cui la prima tenutasi in data 25 febbraio 2015 e l'ultima in data 16 novembre 2016. L'attività del Comitato di

⁶⁷ Nella documentazione fornita dal *management* di Alitalia S.A.I. sono state incluse le seguenti note informative sulle operazioni con Parti Correlate:

- 01 aprile 2015-30 giugno 2015;
- 01 aprile 2015-31 dicembre 2015;
- 01 ottobre 2016-28 febbraio 2017.

E' stata peraltro fornita l'informativa sulle operazioni esenti (ex art. 5, c.1 della procedura per Operazioni con Parti Correlate).

⁶⁸ Idem nota 60.

⁶⁹ Idem nota precedente.

Controllo Interno risultava documentata anche mediante la predisposizione di *audit memo* sulle verifiche periodiche dei cicli operativi a livello di gruppo.

A seguito dell'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, la funzione di *internal audit* ha fornito un supporto diretto ai Commissari Straordinari mediante la predisposizione di *audit memo* su specifiche operazioni o in relazione ad alcuni fatti e accadimenti che hanno caratterizzato l'andamento della gestione nel corso dell'esercizio 2017.

82. L'organo amministrativo ed i comitati interni hanno svolto le rispettive funzioni sino all'entrata della società Alitalia S.A.I. in Amministrazione Straordinaria.
83. Il controllo contabile era stato affidato a primaria società di revisione – Deloitte & Touche; il Collegio Sindacale vigilava sull'operato della Società di Revisione, oltre a svolgere la funzione di controllo di legalità ad esso demandate.

3.4 Profilo della società Alitalia Cityliner

84. Di seguito, vengono illustrate le caratteristiche principali dell'attività svolta, dei rapporti contrattuali con Alitalia S.A.I., dell'assetto organizzativo e degli organi di gestione e controllo di Alitalia Cityliner prima dell'entrata in Amministrazione Straordinaria della società.

3.4.1 L'attività svolta ed i rapporti contrattuali con Alitalia S.A.I.

85. Alitalia Cityliner è una società per azioni il cui capitale sociale, pari a Euro 1.000.000,00, è costituito da n. 100.000 azioni ordinarie, tutte assistite da diritto di voto sia nell'assemblea ordinaria che in quella straordinaria, del valore nominale di Euro 10,00 ciascuna ⁽⁷⁰⁾.

⁷⁰ Come da dati camerali in possesso, la società ha sede legale in Fiumicino (RM), Piazza Almerico da Schio, Pal. Bravo S.n.c..

86. Socio unico di Cityliner è Alitalia S.A.I., la quale ha esercitato attività di direzione e coordinamento sulla società *ex art. 2497 c.c.*, sino all'ammissione della stessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria.
87. Cityliner ha per oggetto sociale principale “*lo svolgimento dell'attività di trasporto aereo di persone e/o cose sia con aeromobili propri sia con aeromobili noleggiati e/o presi in locazione anche finanziaria*”. Caratteristica principale della società è che la stessa è una entità “*captive*”, ovvero un'entità giuridica ed economica le cui *performance* reddituali e finanziarie dipendono direttamente dalla società controllante Alitalia S.A.I..
88. Di fatto, Cityliner operava ed opera quale *capacity provider* di Alitalia S.A.I., contribuendo alla gestione del *network* di breve-medio raggio del gruppo, mediante impiego della propria flotta di aeromobili a bassa capacità. Pertanto, la società è attiva nella gestione delle rotte c.d. *regionali* rientranti nel *network* EY-AZ, ossia le rotte i cui coefficienti di riempimento richiedono l'utilizzo di aeromobili con una capacità di carico che varia tra le poche decine e i cento posti.
89. La società Cityliner aveva iniziato la propria attività di gestione di tratte regionali a partire dal mese di giugno 2006, con la denominazione di “*Air One Cityliner*”, nell'ambito del gruppo Air One S.p.A..
90. Nel gennaio 2009, la società era entrata a far parte del gruppo Alitalia C.A.I., attraverso la fusione tra quest'ultima e Air One S.p.A.. In tale nuovo contesto societario, la società aveva assunto il ruolo di vettore regionale del gruppo, in sostituzione di Alitalia Express S.p.A. – compagnia regionale facente capo alla Alitalia Linee Aeree Italiane S.p.A. (⁷¹), la cui flotta di aeromobili era stata a suo tempo integralmente dismessa.
91. La partecipazione totalitaria nel capitale sociale di Cityliner era stata trasferita da Alitalia C.A.I. ad Alitalia S.A.I. in occasione dell'operazione di conferimento del *business* di trasporto aereo con efficacia a partire dal 1 gennaio 2015.
92. Prima dell'entrata in procedura di Amministrazione Straordinaria, la società Cityliner intratteneva rapporti contrattuali in via esclusiva con Alitalia S.A.I., la quale:

⁷¹ Trattasi dell'entità capogruppo precedente all'ingresso di Alitalia C.A.I..

- si avvaleva della flotta facente capo a Cityliner sulla base di contratti di noleggio c.d. “*wet lease*” che rappresentavano la principale, se non unica, fonte di ricavi della società ⁽⁷²⁾;
- forniva a Cityliner la maggior parte dei servizi di cui la medesima necessitava ai fini dell’esercizio della propria attività d’impresa (es. assistenza tecnica e manutenzione flotta).

93. Cityliner è stata ammessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria in data 12 maggio 2017, poiché:

- si trattava di una partecipazione detenuta interamente da Alitalia S.A.I. Pertanto a Cityliner è stato applicato quanto previsto *ex art.* 3, c. 3 del D.L. 347/2003, ossia la previsione di estensione della procedura di Amministrazione Straordinaria al gruppo di imprese già identificato in capo ad Alitalia S.A.I. società già ammessa in data 2 maggio 2017 alla procedura suddetta;
- la situazione di insolvenza è rilevabile dalla sentenza dichiarativa *ex art.* 5 l.f. emessa dal Tribunale di Civitavecchia sulla situazione patrimoniale ed economica allegata all’istanza di Amministrazione Straordinaria, dalla quale si evince “(...) *uno stato di sostanziale illiquidità, nonché una incapacità di far fronte a obbligazioni correnti, essendo le attività a breve, prevalentemente costituite da crediti verso la controllante, dichiarata insolvente (...)*”.

3.4.2 L’assetto organizzativo e i rapporti di dipendenza con Alitalia S.A.I.

94. Dal punto di vista organizzativo ed operativo, tra Cityliner ed Alitalia S.A.I. sussisteva e sussiste un rapporto di stretta dipendenza.

95. Alitalia S.A.I., infatti, rappresenta il *partner* commerciale pressoché esclusivo di Cityliner, attraverso i contratti di *wet lease*, ed assicura alla stessa il supporto

⁷² La flotta aerea della Cityliner è costituita da n. 20 aeromobili concessi in *wet lease* ad Alitalia (cinque *Embraer 190* e quindici *Embraer 175*). Cityliner impiega oltre quattrocento risorse, costituite per la quasi totalità da piloti e assistenti di volo.

necessario all'esercizio della propria attività di impresa sul piano operativo, tecnico, organizzativo, amministrativo e finanziario.

96. In particolare, tra Alitalia S.A.I. e Cityliner, anche successivamente all'ammissione in Amministrazione Straordinaria, sussiste:

- la condivisione delle strutture tecnico-operative di Alitalia S.A.I., attraverso le quali quest'ultima erogava ed eroga a Cityliner servizi nei seguenti settori: addestramento del personale; assistenza tecnica di linea e manutenzione flotta; supporto alle operazioni di volo; servizi di bordo;
- la gestione congiunta delle reti commerciali, attraverso la condivisione dei sistemi e delle reti di vendita;
- lo sviluppo *ongoing* di relazioni incrociate con fornitori e subfornitori mediante una rete comune di approvvigionamento;
- la condivisione della struttura amministrativa di Alitalia S.A.I., per mezzo della quale quest'ultima eroga a Cityliner, anche attraverso il distacco di proprio personale, servizi nei seguenti settori: *marketing* e comunicazione; gestione delle risorse umane e delle relazioni industriali; pianificazione strategica; *business planning* e controllo di gestione; gestione legale; societaria e dei bilanci; assistenza fiscale e contabile; gestione immobiliare.
- il sistema di tesoreria centralizzato (c.d. *cash pooling*).

97. Per tutto quanto sopra esposto, l'evoluzione patrimoniale, finanziaria ed economica di Cityliner e la continuità aziendale della stessa erano e sono legate alla gestione ed agli sviluppi futuri del gruppo Alitalia S.A.I..

3.4.3 Gli organi di gestione e controllo

98. Sino all'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, l'organizzazione della società Cityliner era stata articolata secondo un modello di *governance* tradizionale, nel quale:

- l'assemblea dei soci era competente a deliberare sulle materie alla medesima riservate dalla legge e/o ai sensi dello statuto sociale;

- la gestione aziendale era affidata in via esclusiva all'organo amministrativo che, anche a norma dello statuto sociale, era investito dei più ampi poteri di amministrazione ordinaria e straordinaria della società e aveva la facoltà di compiere tutti gli atti, anche di disposizione, che ritenesse opportuni per l'attuazione ed il raggiungimento degli scopi sociali, ad eccezione soltanto di quanto per legge o per statuto espressamente riservato all'assemblea;
- le funzioni di vigilanza e di controllo e di legalità erano svolte dal Collegio Sindacale, mentre quelle di controllo contabile da parte della Società di Revisione.

99. Le funzioni spettanti all'organo amministrativo di Cityliner erano attribuite ad un Amministratore Unico, in conformità con quanto previsto dall'articolo 17 dello statuto di Cityliner.

Successivamente all'operazione di conferimento del *business* del trasporto aereo in Alitalia S.A.I. (comprendente anche la partecipazione in Alitalia Cityliner), la società risultava amministrata dal Dott. Giuseppe Mazzeo. L'amministratore unico aveva provveduto alla verbalizzazione di n. 4 determine nel corso del periodo 2015-2017 ⁽⁷³⁾.

100. Laddove fossero emersi aspetti di rilievo con riguardo a rilevate carenze organizzative e/o di controllo, l'Organismo di Vigilanza ex Modello 231/2001 si incaricava di segnalare tali situazioni direttamente al Comitato per il Controllo Interno istituito in Alitalia S.A.I..

⁷³ Le determine dell'Amministratore Unico riguardavano:

- in data 20 marzo 2015 il progetto di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014;
- in data 22 marzo 2016 il progetto di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015;
- in data 30 maggio 2016 il Modello Organizzativo D.Lgs. 231/01 coerentemente con quello adottato dalla controllante;
- in data 30 marzo 2017 il differimento del termine di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2016, avvalendosi del maggior termine di n. 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio.

4 L'operazione di separazione (e i connessi aspetti valutativi) che ha dato origine ad Alitalia – Società Aerea Italiana S.p.A.

CAP 4.1, 4.2, 4.3 (pagg. 60-82) ...*OMISSIS*...

4.4 La valutazione dei proff. Corbella e Villa

4.4.1 L'oggetto e le finalità della stima

21. Nel settembre del 2014, i proff. Silvano Corbella e Gabriele Villa ricevevano dall'Amministratore Delegato di Alitalia C.A.I. l'incarico di stimare, ai sensi dell'art. 2343 – *ter* “Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima”, secondo comma, lettera b) del Codice Civile, il valore del ramo d'azienda che, come già scritto, in base agli accordi con il gruppo Etihad, doveva essere trasferito in una società di nuova costituzione (l'attuale Alitalia S.A.I. in Amministrazione Straordinaria ⁽⁹⁴⁾). Le elaborazioni svolte venivano rappresentate nella relazione intitolata “Perizia di stima ai sensi dell'art. 2343 – *ter*, comma 2, lett. B) Cod. Civ. del valore del ramo di azienda attinente all'attività di trasporto aereo di pertinenza di “Alitalia C.A.I.” oggetto di conferimento in “Alitalia S.A.I.”” del 18 dicembre 2014. La data di riferimento della stima è il 30 settembre 2014.
22. Nel capitolo 1. “L'oggetto e la finalità della stima”, si precisava, tra le altre cose, quanto segue:
- *«la stima del valore economico del Ramo d'Azienda ha la finalità di assicurare, ad esito del conferimento, l'integrità del patrimonio netto della Conferitaria, avuto riguardo alla cornice giuridica disegnata dal sistema degli art. 2343 ss. cod. civ. A tal riguardo, è stato comunicato agli scriventi che l'aumento di capitale (comprensivo di sovrapprezzo) che Nuova Alitalia andrà a deliberare a fronte del conferimento del Ramo d'Azienda è stato quantificato in misura pari a 403,3 milioni di euro. Di conseguenza, la finalità del presente lavoro peritale è attestare che il valore economico del Ramo d'Azienda oggetto di conferimento in Nuova Alitalia sia “almeno pari” a 403,3 milioni di euro.»;*

⁹⁴ In base a quanto indicato nel parere, Alitalia S.A.I. è stata costituita il 24 settembre 2014.

- «I risultati [...] derivano da scelte di ordine metodologico e da modalità tecnico-applicative di stima dei parametri di riferimento funzionali all'unico obiettivo di pervenire a valutazioni coerenti con l'ipotesi di conferimento, sì che i risultati in parola non possono essere utilizzati per finalità diverse rispetto a quella dichiarata. Stime di valore composte con altri obiettivi avrebbero potuto condurre a risultati differenti, e in ipotesi anche più elevati rispetto a quelli ai quali si farà riferimento nel prosieguo, considerati i vincoli di prudenza che permeano le valutazioni di conferimento.».

4.4.2 L'impatto sulla stima degli accordi tra le parti

23. In base a quanto risulta dalla relazione, il «dato fondamentale da cui prendere le mosse per inquadrare correttamente le stime di valore [...] è costituito dal fatto che nell'interlocuzione preliminare all'Accordo⁽⁹⁵⁾, le Parti hanno delineato e condiviso un nuovo modello di business (il c.d. "New Business Model")»⁽⁹⁶⁾ ⁽⁹⁷⁾. A questo proposito, «L'intesa tra Alitalia ed Etihad appare configurarsi una partnership nella quale, da un lato, Alitalia apporta un complesso di condizioni di produzione, materiali (flotta, personale, assets) e immateriali (brand, competenze professionali), che consentono di dare innesto al Piano Economico 2015-2018 [...], riducendo i tempi di avvio di qualsiasi iniziativa imprenditoriale guidata da un nuovo progetto di business; dall'altro lato, Etihad apporta know-how industriale, rende accessibile il network a essa facente capo, dota la Nuova Alitalia di 560 milioni di euro [...] che consentono di accompagnarne lo sviluppo – senza vincoli di natura finanziaria – lungo un percorso strategico diverso da quello che ha caratterizzato il recente passato di Alitalia.»⁽⁹⁸⁾. Nell'ambito «dell'Accordo, il Piano Economico 2015-2018 approvato dal C.d.A. di Alitalia il 7 agosto 2014 è il documento che nel profilo economico-aziendale compendia i contenuti della partnership tra Alitalia e Etihad nonché dà espressione al New Business Model [...]»⁽⁹⁹⁾ ⁽¹⁰⁰⁾. Quindi, la «sua condivisione [da parte del gruppo Alitalia C.A.I. e del

⁹⁵ Si fa riferimento al "Project Alba – Transaction Implementation Agreement" e al "Project Alba – First addendum to the Transaction Implementation Agreement".

⁹⁶ Paragrafo 3.2 "La condivisione del nuovo modello di business da parte di Alitalia ed Etihad e i conseguenti vincoli in ordine generale sulla impostazione della stima del valore economico del Ramo d'Azienda".

⁹⁷ Sottolineatura aggiunta.

⁹⁸ Paragrafo 3.2, già citato.

⁹⁹ Paragrafo 3.2, già citato.

¹⁰⁰ Sottolineatura aggiunta.

gruppo Etihad] rappresenta, secondo quanto con chiarezza risulta dal TIA, una delle assunzioni chiave che è parte integrante delle premesse sulle quali poggia l'Accordo.»⁽¹⁰¹⁾.

24. Stante quanto indicato in precedenza, gli estensori della relazione segnalavano quanto segue: *«La presente valutazione [...] presuppone i contenuti del TIA nel quale sono cristallizzate le intese tra le Parti. Ora, nel TIA è centrale il Piano relativo alla combined entity costituita con l'apporto dei due partners. Ne deriva che la valutazione del Ramo d'Azienda effettuata non può prescindere dal Piano Economico della combined entity. In altri termini, ai fini della Perizia, non sarebbe tecnicamente corretta un'ipotetica valutazione economica effettuata muovendo dall'ipotesi di considerare il Ramo in parola as is, come esso si presenta nelle odierne condizioni di gestione, senza considerarne l'integrazione organica, funzionale e strutturale nell'economia della Conferitaria, nel quadro della implementazione del Piano. Per i menzionati fini, il valore economico assegnabile al Ramo d'Azienda può avere significato nell'ottica della partnership di Alitalia con Etihad solo se esso è stimato muovendo dal Piano approvato dal C.d.A. di Alitalia il 7 agosto 2014 e condiviso dalle Parti.*
- L'approccio ora indicato costituisce la prima e fondamentale circostanza quadro di ordine metodologico che incide sulla presente Relazione: la valutazione è effettuata in funzione dell'integrazione dei due partners, avuto riguardo al Piano condiviso da Alitalia ed Etihad e approvato dal C.d.A. di Alitalia del 7 agosto 2014.»*⁽¹⁰²⁾ ⁽¹⁰³⁾.

4.4.3 La configurazione di valore

25. Secondo gli estensori della relazione, *«la finalità che informa la stima – asservita a una operazione di conferimento – nonché la corretta interpretazione del disposto normativo citato – che impone l'applicazione di “principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento” – comportano, congiuntamente considerati, quattro conseguenze di rilievo [...]»*⁽¹⁰⁴⁾. Si tratta, più precisamente, di quanto segue:

¹⁰¹ Paragrafo 3.2, già citato.

¹⁰² Paragrafo 3.2, già citato.

¹⁰³ Sottolineatura aggiunta.

¹⁰⁴ Paragrafo 5.1 “La configurazione di valore ricercata”.

- «la configurazione di valore (*standard of value*) oggetto di stima nel quadro di una operazione di conferimento, di norma, è ricondotta al concetto di “valore economico”, inteso quale valore intrinseco generale ed astratto del capitale conferito alla data di misurazione, da apprezzarsi in una prospettiva di prudenza in ragione della specifica finalità a cui la stima è ordinata [...].»⁽¹⁰⁵⁾. Ciò detto, nel «caso di specie, rispetto al quadro delineato, si rendono tuttavia necessarie talune precisazioni: le circostanze (negoziali, contrattuali e gestionali) ampiamente commentate in precedenza [...] privano di fondamento (teorico e pratico) il tentativo di stimare una grandezza generale e astratta, stante la difficoltà di enucleare dal Piano a disposizione dei Periti condizioni operative correnti (*as is*) che trascurino (in prospettiva *stand alone*) gli effetti sinergici generati dalla combined entity in via di costituzione. Di conseguenza, gli scriventi hanno preso atto che le performance di Piano non sono in toto ascrivibili al solo soggetto conferente nella misura in cui esprimono le linee di azione programmate in funzione della futura gestione congiunta. La circostanza ha quindi indotto i Periti a formulare, a valle del procedimento valutativo, talune ulteriori elaborazioni che – seppur basate su ipotesi che “rompono” la unitarietà del progetto gestionale “combinato” – hanno permesso di accertare come, in ogni caso, il valore stimato in funzione dell'aumento di capitale trovi salvaguardia in upside di valore di entità almeno pari agli effetti sinergici (astrattamente enucleati) accolti nel Piano.»⁽¹⁰⁶⁾ ⁽¹⁰⁷⁾;
- «la stima ricercata, stante l’obiettivo che la informa, è (anche) ordinata ad una funzione di “garanzia” ad essa assegnata dalla disciplina del conferimento. Tale funzione è volta a salvaguardare, a fronte del conferimento effettuato, l’integrità patrimoniale della conferitaria, al fine di evitare che, mediante una sovrastima del valore del Ramo d'Azienda trasferito, il patrimonio netto dell’entità beneficiaria risulti “privo di fondamento economico”. In tale ottica, la stima deve essere ispirata ad una ragionevole prudenza ed ad una logica di dimostrabilità dei dati, sia nella scelta dei metodi di valutazione, sia nella quantificazione delle variabili e dei parametri applicativi caratterizzanti i metodi prescelti.»⁽¹⁰⁸⁾ ⁽¹⁰⁹⁾;

¹⁰⁵ Paragrafo 5.1, già citato.

¹⁰⁶ Paragrafo 5.1, già citato.

¹⁰⁷ Sottolineatura aggiunta.

¹⁰⁸ Paragrafo 5.1, già citato.

¹⁰⁹ Sottolineatura aggiunta.

- «i Periti, [...], sono chiamati ad attestare che il valore del Ramo conferito sia "almeno pari" all'entità dell'aumento pianificato ovvero almeno pari a 403,3 milioni di euro. Per quanto esposto, il modello valutativo di seguito sviluppato sconta taluni profili di convenzionalità: la stima del valore del Ramo è infatti effettuata nella (sola) prospettiva e nei limiti dell'attestazione richiesta, assumendo significato esclusivamente ai fini del presente conferimento, senza necessariamente esprimere il valore, certamente non inferiore, che al Ramo in parola potrebbe essere assegnato nell'ottica di una operazione di mercato.»⁽¹¹⁰⁾;
- «la scelta dei criteri metodologici da applicare ai fini della valutazione ricercata deve essere diretta funzione delle caratteristiche dell'entità oggetto di stima ovvero, richiamando il passo normativo in precedenza citato, conforme "ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento". I criteri prescelti devono quindi risultare idonei a "catturare" gli elementi su cui si fonda il valore economico del capitale del Ramo d'Azienda considerato (i cd. "driver del valore"), sempre tenendo conto degli obiettivi che informano la stima ricercata.»⁽¹¹¹⁾.

4.4.4 L'impianto della stima

26. Dalla relazione si desume che, «i sottoscritti, hanno ritenuto opportuno adottare una logica valutativa fondata su dati consolidati. Tale scelta riposa sul fatto che il Piano della combined entity messo a disposizione dei Periti ha natura consolidata. Nondimeno, ancorché "obbligata", la scelta appare razionale. Infatti, le legal entity componenti il complesso aziendale sono poste a presidio di un medesimo business, in presenza di driver di valore, profili di rischio e di rendimento nonché prospettive di crescita simili. A ciò si aggiunga, poi, l'assenza di interessi di minoranza nelle controllate di Alitalia e, per converso, la presenza di rapporti infragruppo, elementi questi che portano a privilegiare l'adozione di un approccio di tipo consolidato.»⁽¹¹²⁾.

¹¹⁰ Paragrafo 5.1, già citato.

¹¹¹ Paragrafo 5.1, già citato.

¹¹² Paragrafo 5.2 "L'impianto metodologico della valutazione e la scelta dei metodi di stima".

4.4.5 I metodi

27. In base a quanto indicato nella relazione, gli estensori della stessa *«hanno ritenuto opportuno adottare più criteri metodologici al fine di determinare un congruo valore del capitale del Ramo d'Azienda:*

- *il metodo finanziario nella versione unlevered;*
- *il metodo dei multipli di società comparabili.*

In particolare, le risultanze del metodo dei multipli di società comparabili sono state impiegate a conforto e riscontro di quelle ottenute applicando il metodo finanziario, a cui è stato assegnato un ruolo centrale nello sviluppo del processo valutativo.

La scelta di due differenti metodi riposa sul fatto che ciascuno di essi tende a privilegiare una specifica determinante del valore aziendale. In tal modo, la stima beneficia delle relazioni di complementarità che intercorrono tra i differenti metodi valutativi utilizzati e il risultato finale diviene sintesi della valorizzazione dei diversi driver aziendali rilevanti nella prospettiva della stima del valore ricercato.» ⁽¹¹³⁾.

4.4.6 Alcune peculiarità della stima

28. Gli estensori della relazione segnalano che *«l'impianto valutativo si connota per tre "scelte di fondo" che si sono rese necessarie in conseguenza di tre "condizioni rilevanti" che connotano l'operazione di conferimento e/o il contesto in cui essa trova realizzazione.»* ⁽¹¹⁴⁾. Le stesse sono approfondite nei paragrafi che seguono.

4.4.6.a La soluzione adottata al fine di raccordare i dati riferiti al 30 settembre 2014 con quelli del piano

29. In base a quanto indicato nella relazione, la *«prima condizione rilevante si correla all'arco temporale abbracciato dalla valutazione, che muove dal 30 settembre 2014 (data di riferimento della stima) sino alla proiezione su un orizzonte "post 2018" dei flussi di risultato attesi a regime»* ⁽¹¹⁵⁾, mentre il *«Piano assunto a fondamento della*

¹¹³ Paragrafo 5.2, già citato.

¹¹⁴ Paragrafo 5.2, già citato.

¹¹⁵ Paragrafo 5.2, già citato.

valutazione: a) muove dall'esercizio 2015, trascurando il 4° trimestre 2014 di cui, pure, è necessario dar conto nella stima; b) si fonda esclusivamente su una ipotesi di gestione "congiunta" del Ramo e, quindi, su una ipotesi di gestione post 1° gennaio 2015.»⁽¹¹⁶⁾.

30. «I Periti hanno ritenuto opportuno dar conto della circostanza esposta costruendo una valutazione a "due stadi", basata sulla scelta di:

i) valutare il Ramo al 1° gennaio 2015 sul fondamento delle risultanze del Piano e in forza dei metodi in precedenza indicati; [...];

ii) rettificare il valore assegnato al Ramo ad esito del calcolo di cui al punto precedente in ragione di un "correttivo" – qui convenzionalmente definito "valore di raccordo" – calcolato sulla base della variazione intervenuta tra a) il patrimonio netto al 30 settembre 2014, b) il patrimonio netto pre-consuntivo al 31 dicembre 2014 e c) il patrimonio netto al 31 dicembre 2014 da cui muove il Piano; l'obiettivo è duplice: 1) da un lato, dar conto della dinamica gestionale intervenuta nel periodo "ad interim" (variazione tra il patrimonio netto al 30 settembre e il pre-consuntivo al 31 dicembre); 2) dall'altro lato, "raccordare" il patrimonio netto del Ramo [al 31 dicembre 2014] con quello di inizio Piano»⁽¹¹⁷⁾.

4.4.6.b La soluzione adottata al fine di tenere conto dell'apporto di risorse finanziarie da parte del gruppo Etihad

31. La «seconda condizione rilevante si correla al fatto che l'implementazione del Piano è condizionata all'iniezione di liquidità che Etihad si è impegnata ad effettuare (387,5 milioni di euro) a fronte dell'acquisizione di una partecipazione del 49% in Nuova Alitalia.»⁽¹¹⁸⁾. A questo proposito, «la liquidità messa a disposizione, da un lato, è necessaria allo sviluppo del Piano ma, dall'altro lato, ad evidenza, non deve concorrere alla stima del Ramo conferito da Alitalia.»⁽¹¹⁹⁾.

32. Secondo gli estensori della relazione, la «circostanza solleva un problema a fronte del quale è ragionevole prospettare due possibili soluzioni:

¹¹⁶ Paragrafo 5.2, già citato.

¹¹⁷ Paragrafo 5.2, già citato.

¹¹⁸ Paragrafo 5.2, già citato.

¹¹⁹ Paragrafo 5.2, già citato.

- *procedere alla valutazione del Ramo tenendo conto dell’iniezione di liquidità a supporto dello sviluppo del Piano per poi procedere, alla fine del processo valutativo, a sottrarre dal risultato ottenuto l’importo versato in denaro da Etihad;*
 - *procedere alla valutazione del Ramo tenendo conto dell’iniezione di liquidità per poi procedere, alla fine del processo valutativo, a calcolare la quota del 51% del risultato ottenuto, e ciò al fine di “enucleare” dalla stima complessiva la parte espressiva del valore del Ramo conferito da Alitalia, escludendo per converso la parte espressiva del valore della liquidità apportata da Etihad.» ⁽¹²⁰⁾.*
33. *Ciò detto, dalla relazione si desume che il valore del complesso aziendale oggetto di conferimento è stato determinato, «in sede di applicazione del metodo finanziario e del metodo dei multipli di società comparabili, calcolando il 51% del valore complessivo stimato per la combined entity che si avvale sia del Ramo sia della liquidità. Tale scelta è chiaramente ispirata a prudenza nella misura in cui, qualora si vengano a concretizzare i presupposti ipotizzati, conduce ad una valutazione del Ramo più cautelativa.» ⁽¹²¹⁾ ⁽¹²²⁾.*

4.4.6.c La soluzione adottata al fine di tenere conto dell’implementazione di scelte gestionali diverse da quelle ipotizzate nel piano

34. *La «terza (e ultima) condizione rilevante si correla al fatto che, successivamente alla data di riferimento del 30 settembre 2014, i vertici di Alitalia hanno consapevolmente dato corso a talune scelte di gestione che non sono allineate a quanto a suo tempo previsto nel Piano. Si allude, in particolare, alla cessione di 14 aeromobili A320 detenuti in proprietà dalle controllate irlandesi di Alitalia, mentre il Piano, pur prevedendo la riduzione della flotta per 14 unità, ipotizzava la dismissione di aeromobili detenuti in leasing, e ciò tramite la cessione/interruzione del rapporto contrattuale. Il disallineamento tra la decisione intrapresa e le assunzioni di Piano ha determinato un correttivo autonomo che è stato incorporato nel modello valutativo [...].» ⁽¹²³⁾.*

¹²⁰ Paragrafo 5.2, già citato.

¹²¹ Paragrafo 5.2, già citato.

¹²² Sottolineatura aggiunta.

¹²³ Paragrafo 5.2, già citato.

4.4.7 Il metodo finanziario

35. Come già scritto, il valore del complesso aziendale è stato stimato con il metodo finanziario (applicato nella variante *asset side*), muovendo dal Piano 2015 – 2018.

4.4.7.a Gli approfondimenti svolti con riferimento al piano

36. Dalla relazione si desume quanto segue: *«Nell’ottica di una valutazione complessiva dell’attendibilità del Piano, si è operato:*
- a) verificando, in primo luogo, la coerenza numerica delle proiezioni economiche e di quelle patrimoniali, tenuto conto delle intersezioni reciproche;*
 - b) in secondo luogo, esaminando la coerenza tra le ipotesi di crescita previste in termini di ricavi e margini e l’evoluzione delle sottostanti grandezze aziendali che devono accompagnare quella crescita (flotta, personale tecnico, capex);*
 - c) in terzo luogo, valutando la coerenza delle ipotesi di sviluppo delle grandezze reddituali e dei livelli di marginalità previsti con i dati di un campione di società comparabili;*
 - d) infine, considerando la realizzabilità del Piano e la sua visibilità nel complessivo contesto aziendale all’interno del quale si colloca la sua implementazione.»* ⁽¹²⁴⁾.

37. Gli estensori della relazione rileva quanto segue:

 - *«il confronto tra le dinamiche di Piano [relative ai ricavi] e quelle attese per le società comparabili è soggetto a numerosi limiti. L’elemento che appare rilevante, in un giudizio di sintesi, è che, pur nella diversa composizione del mix: (i) la conferente Alitalia ha già dato prova di poter raggiungere un livello di fatturato complessivamente congruente con quello previsto alla fine del Piano; (ii) il CAGR dei ricavi del periodo 2014-2018 (pur nel diverso mix) è su tassi di assoluta ragionevolezza.»* ⁽¹²⁵⁾ ⁽¹²⁶⁾;
 - *«Il load factor atteso per Nuova Alitalia nell’ultimo anno del piano è coerente con il load factor medio del campione di società comparabili osservabile per il 2015, cioè nelle più probabili correnti condizioni di mercato. Il Piano prevede,*

¹²⁴ Paragrafo 6.3 “Il Piano Economico 2015-2018 (segue): alcuni elementi complessivi di valutazione”.

¹²⁵ Paragrafo 6.3, già citato.

¹²⁶ Sottolineatura aggiunta.

in sostanza, un progressivo allineamento del load factor al “mercato”.» ⁽¹²⁷⁾
⁽¹²⁸⁾;

- *«la marginalità prevista dal Piano [si fa riferimento all'Ebitda margin] è inferiore a quella di mercato; sotto questo profilo va posto in luce che l'Ebitda margin atteso al 2018 è inferiore rispetto all'Ebitda margin del 2015, stimato per le società comparabili.»* ⁽¹²⁹⁾ ⁽¹³⁰⁾;
- *«gli indicatori di redditività attesi per Nuova Alitalia – seppure in crescita significativa – risultano al termine del periodo di Piano ancora inferiori a quelli medi di mercato, anche qualora si pongano a confronto il Piano al 2018 con i dati delle società comparabili al 2015.»* ⁽¹³¹⁾ ⁽¹³²⁾;
- *«gli scriventi hanno valutato la realizzabilità del piano economico a medio termine. Sul punto due elementi sono stati considerati di grande rilevanza. Il primo è di natura industriale: Nuova Alitalia beneficerà delle competenze di un partner strategico quale Etihad, che metterà a disposizione dell'iniziativa sia il proprio network al servizio, in particolare, dello sviluppo delle nuove rotte, sia il proprio know how per rendere operative le azioni di implementazione del Piano.*
Il secondo è di natura finanziaria: l'implementazione del Piano è supportata dai 560 milioni di euro di liquidità immessi da Etihad [...]; a essi si aggiungono le linee di credito per complessivi 300 milioni di euro rese disponibili da primarie banche.
I due elementi indicati inducono a ritenere il Piano dotato delle condizioni di minimo perché possa essere realizzato.» ⁽¹³³⁾ ⁽¹³⁴⁾;
- *«gli scriventi hanno esaminato la c.d. visibilità del piano economico, ossia l'esistenza di elementi che sin da subito potrebbero giustificare il conseguimento dei margini operativi previsti dal Piano. Sotto questo profilo, l'evoluzione di mercato del costo di taluni fattori critici nell'economia delle*

¹²⁷ Paragrafo 6.3, già citato.

¹²⁸ Sottolineatura aggiunta.

¹²⁹ Paragrafo 6.3, già citato.

¹³⁰ Sottolineatura aggiunta.

¹³¹ Paragrafo 6.3, già citato.

¹³² Sottolineatura aggiunta.

¹³³ Paragrafo 6.3, già citato.

¹³⁴ Sottolineatura aggiunta.

aziende di trasporto, in particolare il fuel, corrobora e supporta una valutazione positiva sulla fattibilità del Piano.» ⁽¹³⁵⁾ ⁽¹³⁶⁾.

38. Dagli approfondimenti svolti dai proff. Corbella e Villa con riferimento al Piano 2015-2018, emergeva come vi fossero tutti i presupposti affinché lo stesso potesse essere realizzato.

4.4.7.b La quantificazione dei flussi attesi

39. I «flussi finanziari operativi attesi sono stati desunti, per il periodo 2015-2018, dal Piano approvato dal C.d.A. di Alitalia in data 7 agosto 2014 [...].» ⁽¹³⁷⁾. Gli stessi sono rappresentati nella Figura 4.1 4.

Figura 4.14: I flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione analitica

(Euro/000.000)	2015	2016	2017	2018
Ebit	-160	-50	108	190
Imposte	-20	-33	-40	-49
NOPAT	-181	-83	68	141
Disinvestimenti	-	62	-	-
Ammortamenti	124	130	134	137
Variazione CCN	-122	45	43	21
Variazione fondi lungo termine	0	38	-40	0
Capex	-198	-167	-160	-169
Flussi di cassa operativi attesi	-377	25	45	130

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

40. Invece, il «flusso operativo a regime [...] è stato determinato muovendo dai risultati operativi dell'ultimo esercizio di Piano (2018), sulla base delle variabili, dei parametri e dei calcoli di seguito illustrati:
- Ebit di Piano pari, al 2018, a 190 milioni di euro;
 - tasso di crescita dell'Ebit pari all'1,5%, in coerenza con il tasso g portato a riduzione del tasso di capitalizzazione [...];
 - Ebitda pari a 330 milioni di euro, ottenuto sommando all'ell'Ebit gli ammortamenti di Piano [...];
 - imposte pari a 85 milioni di euro [...];

¹³⁵ Paragrafo 6.3, già citato.

¹³⁶ Sottolineatura aggiunta.

¹³⁷ Paragrafo 6.4 "I flussi di cassa".

- *variazione di CCN ipotizzata pari a 0;*
- *capex pari 164 milioni di euro, determinate in misura pari a una approssimazione del dato medio dell'ultimo triennio di Piano.»* ⁽¹³⁸⁾. A questo proposito, gli estensori della relazione segnalano che, per le ragioni illustrate in quest'ultima, «*una stima delle capex a regime, mutuata dai dati del Piano, appare nell'ottica valutativa una scelta prudentiale.*» ⁽¹³⁹⁾.

Stante le ipotesi formulate, il flusso terminale risultava pari a Euro 81 milioni.

4.4.7.c Il tasso di attualizzazione

41. I flussi attesi venivano attualizzati in base ad un costo medio ponderato del capitale (Wacc) pari all'8,15%. Il procedimento di calcolo di quest'ultimo è rappresentato nella Figura 4.15.

Figura 4.15: Il Wacc

Grandezze	
Risk free rate	3,35%
Beta levered (β_L)	1,07
Equity Risk Premium	5,00%
Costo del capitale proprio (Ke)	8,71%
Costo del debito (Kd)	4,36%
Aliquota fiscale (t)	27,50%
Kd * (1-t)	3,16%
E/(D+E)	90%
D/(D+E)	10%
Wacc	8,15%

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

4.4.7.d Il calcolo del correttivo necessario a raccordare i dati riferiti al 30 settembre 2014 con quelli del piano

42. Nella Figura 4.16 è illustrato il procedimento di calcolo del correttivo necessario a raccordare i dati al 30 settembre 2014 con quelli del piano.

¹³⁸ Paragrafo 6.4, già citato.

¹³⁹ Paragrafo 6.4, già citato.

Figura 4.16: Il calcolo del correttivo necessario per raccordare i dati al 30 settembre 2014 con quelli di piano

<i>Euro/000.000</i>	<i>Grandezze</i>
PN consolidato al 30/9/2014 privo di Alitalia Loyalty ²⁴ (a)	283,1
Variazione attesa del PN del 4° trimestre 2014 (b)	-195,4
Aumento di capitale del 4° trimestre 2014 (c)	200,0
PN consolidato preconsuntivo al 31/12/2014 privo di Alitalia Loyalty (d=a+b+c)	287,7
PN di inizio Piano al 31/12/2014 privo di Alitalia Loyalty (e)	339,0
Valore di raccordo PN (d-e)	-51,3

Nota: la variazione attesa del PN del 4° trimestre 2014 è calcolata enucleando l'importo di 20,7 milioni di euro autonomamente considerato nel modello di calcolo.

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

4.4.7.e I risultati della stima

43. In conclusione, tenuto conto anche dei correttivi riepilogati in precedenza, il cui obiettivo, come spiegato, era quello di:

- raccordare i dati riferiti al 30 settembre 2014 con quelli del piano;
- correggere la stima al fine di neutralizzare l'impatto sulla stessa dell'apporto di risorse finanziarie da parte del gruppo Etihad;
- correggere la stima alla luce dell'implementazione da parte del *management* del gruppo Alitalia C.A.I. di alcune scelte gestionali diverse da quelle ipotizzate nel piano;

il valore del ramo d'azienda stimato dai periti risultava pari a Euro 428,9 milioni (Figura 4.17).

Figura 4.17: Il valore del ramo d'azienda con il metodo finanziario

<i>(Euro/000.000)</i>	2015	2016	2017	2018	<i>Flusso a regime</i>
Flussi finanziari operativi attesi	-377	25	45	130	81
Tasso di attualizzazione	8,15%				
Valore attuale dei flussi finanziari operativi attesi	-349	21	36	95	
Valori attuali cumulati dei flussi finanziari operativi attesi	-197				
Tasso di crescita g	1,50%				
Flusso a regime capitalizzato	1.211				
Valore attuale del Terminal Value	885				
EV Nuova Alitalia	688				
PFN Nuova Alitalia da Piano al 31/12/2014	205				
Surplus Asset partecipazione Alitalia Loyalty (25%)	37,5				
Valore di raccordo PN	-51,3				
Rettifica da cessione aerei	-20,7				
Valore Nuova Alitalia al 31/12/2014	859				
Valore Nuova Alitalia al 30/9/2014	841				
Valore Ramo conferito al 30/9/2014 <i>(51% * Valore Nuova Alitalia)</i>	428,9				

Nota: nello sviluppo del modello valutativo la trapped cash prevista nel Piano non è stata incorporata nella PFN al 31 dicembre 2014, nel rispetto dei vincoli di prudenza che guidano le valutazioni di conferimento.

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

4.4.7.f L'analisi di sensitività

44. Il risultato ottenuto attraverso l'applicazione del metodo finanziario veniva sottoposto ad un'analisi di sensitività, «*al fine di saggiare la “reazione” del risultato ottenuto al variare, all'interno di intervalli ragionevoli e con ipotesi tra loro coerenti, di taluni principali parametri della stima*» ⁽¹⁴⁰⁾. Ciò detto, «*le variabili sottoposte ad analisi di sensitività sono:*

- *il tasso Wacc modificato + / - 0,25% rispetto al dato di partenza; e*
- *il tasso di crescita g modificato + / - 0,25% rispetto al dato di partenza.»* ⁽¹⁴¹⁾.

45. I risultati dell'analisi di sensitività sono rappresentati nella Figura 4.18.

Figura 4.18: L'analisi di sensitività (valori assoluti)

Euro/000.000		Wacc		
		7,90%	8,15%	8,40%
g	1,25%	433	413	394
	1,50%	451	429	409
	1,75%	470	446	425

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

¹⁴⁰ Paragrafo 6.7 “I risultati della stima”.

¹⁴¹ Paragrafo 6.7, già citato.

46. A giudizio degli estensori della relazione, le «*analisi di sensitività sviluppate al variare dei tassi Wacc e g confermano una variabilità non particolarmente elevata rispetto al valore risultante dallo sviluppo del modello base*» ⁽¹⁴²⁾. A questo proposito, gli stessi rilevavano che «*elidendo i valori minimo e massimo risultanti dall'analisi di sensitività, il metodo finanziario restituisce un intervallo di valori compreso tra 409 milioni di euro e 451 milioni di euro.*» ⁽¹⁴³⁾.

4.4.7.g Considerazioni conclusive circa i risultati ottenuti attraverso il metodo finanziario

47. A completamento di quanto descritto, si riportano le considerazioni formulate dagli estensori della relazione con riferimento ai risultati ottenuti attraverso il metodo finanziario:
- «[i risultati ottenuti] *hanno significato nella prospettiva della partnership di Alitalia con Etihad, e in tale quadro appaiono assumere specifico rilievo nell'ottica di assicurare l'integrità del capitale della conferitaria che è il veicolo destinato a realizzare quella partnership;*
 - *scontano il riferimento al Piano approvato dal C.d.A. di Alitalia il 7 agosto 2014;*
 - *non sono direttamente comparabili con i risultati di valutazioni effettuate nel passato, aventi per oggetto il capitale economico di Alitalia, che riflettono un compendio aziendale (il Ramo oggetto di conferimento ha un perimetro ben diverso dal patrimonio di Alitalia) e un modello di business differenti;*
 - *presuppongono il going concern della conferente, e, dunque, scontano l'acquisizione da parte di Alitalia dell'attestazione positiva ex articolo 67, comma 3, lett. d) L.F. da parte di un professionista indipendente.*» ⁽¹⁴⁴⁾.

¹⁴² Paragrafo 6.7, già citato.

¹⁴³ Paragrafo 6.7, già citato.

¹⁴⁴ Paragrafo 6.7, già citato.

4.4.8 Le analisi svolte al fine di quantificare gli effetti sulla stima derivanti da alcuni cambiamenti di scenario e dalle sinergie con il gruppo Etihad

48. Gli estensori della relazione segnalavano che le *«elaborazioni sviluppate al fine di pervenire ai risultati esposti nel precedente paragrafo muovono dalla scelta di radicare la stima nel Piano che è stato “fatto proprio” dai Periti senza apportarvi alcuna modifica.»*⁽¹⁴⁵⁾.
49. Ciò detto, gli stessi *«hanno poi ritenuto opportuno effettuare ulteriori riscontri volti a integrare le risultanze delle elaborazioni sin qui sviluppate, riscontri che, diversamente dalle rettifiche già considerate, riguardano l'orizzonte di Piano e non sono riconducibili a esplicite scelte gestionali assunte anteriormente al 1° gennaio 2015. Tali ulteriori riscontri sono finalizzati a:*
- i) dar conto di taluni cambiamenti di scenario intervenuti rispetto a quanto previsto nel Piano; tali cambiamenti paiono rilevanti in quanto potenzialmente in grado di “liberare” consistenti upside di valore;*
 - ii) enucleare dal risultato della valutazione di cui al precedente paragrafo il valore delle sinergie che a fine esercizio 2014 non sono ancora state “conseguite” da Alitalia, e ciò al fine di limitare gli effetti sulla stima derivanti dai benefici specificamente ascrivibili al contributo fornito da Etihad nella gestione congiunta; il tutto nella consapevolezza che, stanti le caratteristiche dell'operazione [...], il valore del Ramo, nella misura in cui discende dal Piano, continua giocoforza a “scontare”, seppur privato del valore delle sinergie non ancora conseguite, gli effetti associati ad un progetto da sviluppare in partnership.»*⁽¹⁴⁶⁾.
50. Stante quanto indicato, *«i Periti hanno provveduto a quantificare gli effetti differenziali indotti sulla valutazione della variazione di alcune ipotesi alla base delle proiezioni di Piano.»*⁽¹⁴⁷⁾.

¹⁴⁵ Paragrafo 6.8 “Le analisi e le simulazioni a complemento dei risultati restituiti dallo sviluppo del metodo finanziario”.

¹⁴⁶ Paragrafo 6.8, già citato.

¹⁴⁷ Paragrafo 6.8, già citato.

4.4.8.a Gli effetti sulla stima derivanti dai cambiamenti di scenario

51. Dalla relazione si desume che gli estensori della stessa, *«hanno preso atto di alcuni significativi partnership in atto che fanno registrare:*

- *una consistente riduzione della quotazione del brent sui mercati internazionali [...]; di conseguenza, i Periti hanno costruito alcuni scenari con riguardo alla evoluzione del prezzo del brent e del jet fuel e hanno quantificato l'impatto che tale evoluzione determina sul Piano e, di lì, l'effetto positivo differenziale attualizzato che si riflette sulla stima; il tutto tenendo altresì conto: i) degli effetti fiscali correlati; ii) degli effetti generati dai tassi di cambio sul brent; iii) degli effetti indotti dai contratti di copertura (brent e relativi cambi) stipulati da Alitalia e trasferiti a Nuova Alitalia;*
- *un andamento del rapporto di cambio euro/dollaro disallineato rispetto alle previsioni di Piano; di conseguenza, i Periti hanno tenuto conto dell'andamento del rapporto di cambio (a prescindere dalla componente relativa al brent, già sopra conteggiata) e hanno quantificato l'impatto che tale andamento determina sul Piano e, di lì, l'effetto negativo differenziale che si riflette sulla stima; il tutto tenendo altresì conto degli effetti indotti dai contratti di copertura stipulati da Alitalia e trasferiti a Nuova Alitalia;*
- *una possibile consistente riduzione del carico fiscale in ragione dell'intervento normativo previsto dalla Legge di Stabilità 2015 (approvata alla Camera e in via di approvazione al Senato) che prevede l'integrale deducibilità del costo del lavoro dalla base imponibile Irap; di conseguenza, i Periti hanno quantificato l'impatto che la circostanza determina sul Piano e, di lì, l'effetto positivo differenziale attualizzato che si riflette sulla stima;*
- *da ultimo, una riduzione del costo del personale attestata dal preconsuntivo 2014 e che presumibilmente troverà manifestazione anche nel 2015; tale riduzione porta a registrare un rilevante impatto sulle previsioni di Piano e, di lì, un effetto positivo differenziale che si riflette sulla stima.»* ⁽¹⁴⁸⁾.

52. Le elaborazioni svolte, *«hanno portato a evidenziare, "a saldo", upside netti di valore latenti estremamente rilevanti, sottesi alle ipotesi di Piano, oltretutto destinati a manifestarsi (perlomeno in gran parte) con ragionevole probabilità.»* ⁽¹⁴⁹⁾ ⁽¹⁵⁰⁾.

¹⁴⁸ Paragrafo 6.8, già citato.

¹⁴⁹ Paragrafo 6.8, già citato.

¹⁵⁰ Sottolineatura aggiunta.

4.4.8.b Gli effetti sulla stima derivanti dalle sinergie

53. Gli estensori della relazione hanno *«articolato le sinergie in due classi: le sinergie che già hanno trovato concretezza nel 2014 e quelle destinate invece ad essere conseguite in futuro, in partnership con Etihad. Con riguardo a queste ultime hanno poi provveduto a quantificare l'effetto negativo differenziale attualizzato correlato alla (astratta) riduzione del valore del Ramo in ragione della esclusione dal calcolo delle sinergie, e ciò al fine, come sopra precisato, di limitare gli effetti sulla stima derivanti dai benefici specificamente ascrivibili al contributo forni-to da Etihad nel progetto di partnership.»* ⁽¹⁵¹⁾.

4.4.8.c L'effetto complessivo sulla stima derivante dai cambiamenti di scenario e dalle sinergie

54. In base a quanto indicato nella relazione, dagli approfondimenti svolti emerge come *«il valore attuale degli effetti positivi ecceda il valore attuale degli effetti negativi; di conseguenza, il valore di stima ricercato, anche qualora accogliesse a riferimento le ipotesi alla base delle elaborazioni ora commentate, risulterebbe superiore rispetto alla quantificazione ottenuta sulla base del Piano approvato in C.d.A., e ciò ad ulteriore conferma del fondamento economico dell'aumento di capitale effettuato a servizio del conferimento.»* ⁽¹⁵²⁾ ⁽¹⁵³⁾.
55. Nella relazione non veniva indicato l'ammontare degli effetti prodotti dai cambiamenti di scenario e dalle sinergie.

4.4.9 Il metodo dei multipli

56. Come già scritto, il metodo dei multipli veniva impiegato come metodo di controllo.
57. Ciò detto, dalla relazione emergeva che l'applicazione del metodo di cui si discute, *«ha portato a considerare:*

¹⁵¹ Paragrafo 6.8, già citato.

¹⁵² Paragrafo 6.8, già citato.

¹⁵³ Sottolineatura aggiunta.

- le misure di performance Sales, Ebitda ed Ebit, significativamente correlate ai driver di valore ritenuti rilevanti con riguardo all'entità oggetto della presente stima;
- le medesime società comparabili che sono state assunte a riferimento per la determinazione del beta nel calcolo dei tassi. [...];
- i multipli costruiti muovendo dalla capitalizzazione di mercato delle società comparabili alla data del 30 settembre 2014 e considerando la PFN risultante dalle ultime informazioni pubblicamente disponibili [...] ⁽¹⁵⁴⁾;
- un orizzonte temporale di riferimento prospettico, basato su misure di performance “expected” stimate per l'esercizio 2018 sulla base dei dati previsionali desunti dal database Bloomberg.» ⁽¹⁵⁵⁾.

58. Stante quanto indicato, erano stati calcolati i «multipli EV/Sales, EV/Ebitda ed EV/Ebit delle società comparabili, le cui grandezze mediane hanno permesso di giungere a stimare, in corrispondenza di ciascun multiplo, il valore dell'EV del Ramo [...]» ⁽¹⁵⁶⁾. Successivamente, muovendo «dalle risultanze ottenute a livello di EV, si è poi proceduto a determinare il valore “equity” del Ramo conferito (lo si ricorda, pari al 51% del Valore di Nuova Alitalia) provvedendo a:

- sommare algebricamente all'EV il valore attuale al 31 dicembre 2014 delle perdite operative nette di Nuova Alitalia stimate a Piano per gli esercizi 2015- 2017. [...] ⁽¹⁵⁷⁾;
- sommare al risultato di cui al precedente alinea [...]: i) la PFN al 31 dicembre 2014 di Nuova Alitalia, comprensiva sia dell'aumento di capitale di 387,5 milioni di euro che sarà liberato da Etihad, sia dell'iniezione di cassa derivante dalla cessione per 112,5 milioni di euro del 75% di Alitalia Loyalty (iniezione di cassa convenzionalmente ricondotta alla data del 31 dicembre 2014); ii) il surplus asset

¹⁵⁴ Peraltro, gli estensori della relazione segnalano che, «qualora avessero considerato dati di mercato successivi alla data di riferimento, i multipli si sarebbero attestati su livelli più elevati, incrementando, di conseguenza il valore ricercato; pertanto, in una prospettiva di prudenza, i Periti hanno considerato la capitalizzazione delle comparabili alla data di riferimento del 30 settembre 2014;» (paragrafo 7.1 “Le scelte effettuate e lo sviluppo del metodo”).

¹⁵⁵ Paragrafo 7.1, già citato.

¹⁵⁶ Paragrafo 7.1, già citato.

¹⁵⁷ In base a quanto risulta dalla relazione, tale «rettifica si è resa necessaria per garantire maggiore omogeneità rispetto alle performance delle società comparabili che, a differenza di Nuova Alitalia, si prevede non conseguano perdite operative lungo l'orizzonte temporale considerato (2015-2017); diversamente, rispetto ad un comparabile che genera utili, e a parità di altre condizioni, il valore economico delle perdite sfuggirebbe al risultato del processo valutativo;» (paragrafo 7.1, già citato).

- di 37,5 milioni di euro relativo al restante 25% della partecipazione detenuta da Nuova Alitalia in Alitalia Loyalty; [...]; iii) sommare il "valore di raccordo" di -51,3 milioni di euro in precedenza commentato; iv) sommare la rettifica di -20,7 milioni di euro associata alla cessione degli aerei in proprietà in luogo di quelli in leasing;
- attualizzare il valore di Nuova Alitalia al 30 settembre 2014;
 - stimare il valore del Ramo d'Azienda conferito in misura pari al 51% del valore di Nuova Alitalia determinato ad esito del procedimento di cui ai precedenti alinea.»⁽¹⁵⁸⁾.

59. I risultati delle elaborazioni svolte sono rappresentati nelle Figura 4.19, 4.20, 4.21 e 4.22.

Figura 4.19: L'enterprise value in base al multiplo EV/Sales

Multiplo EV/Sales	
<i>Euro/000.000</i>	2018
Ricavi Nuova Alitalia	3.805
Multiplo EV/Sales mediano	0,25
EV Nuova Alitalia	942

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

Figura 4.20: L'enterprise value in base al multiplo EV/Ebitda

Multiplo EV/Ebitda	
<i>Euro/000.000</i>	2018
Ebitda Nuova Alitalia	327
Multiplo EV/Ebitda mediano	2,49
EV Nuova Alitalia	813

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

Figura 4.21: L'enterprise value in base al multiplo EV/Ebit

Multiplo EV/Ebit	
<i>Euro/000.000</i>	2018
Ebit Nuova Alitalia	190
Multiplo EV/Ebit mediano	4,69
EV Nuova Alitalia	892

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

¹⁵⁸ Paragrafo 7.1, già citato.

Figura 4.22: Il valore del complesso aziendale con il metodo dei multipli

<i>Euro/000.000</i>	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit
EV Nuova Alitalia	942	813	892
Differenziale 2015-2017	-146	-146	-146
PFN Nuova Alitalia da Piano al 31/12/2014	205	205	205
Surplus Asset partecipazione Alitalia Loyalty (25%)	37,5	37,5	37,5
Valore di raccordo	-51,3	-51,3	-51,3
Rettifica da cessione aerei	-20,7	-20,7	-20,7
Valore Nuova Alitalia al 31/12/2014	966	837	916
Valore Nuova Alitalia al 30/9/2014	946	820	897
Valore Ramo conferito al 30/9/2014 (51% * Valore Nuova Alitalia)	483	418	457

Fonte: relazione dei proff. Corbella e Villa

60. A completamento di quanto descritto, si riportano le considerazioni formulate dagli estensori della relazione con riferimento ai risultati ottenuti attraverso il metodo dei multipli: *«Sul piano applicativo, lo sviluppo del metodo ha richiesto specifici adattamenti della metodologia base (che prevede l'utilizzo di multipli correnti applicabili alle grandezze risultanti dall'ultimo bilancio o previste a budget) collegati all'esigenza di utilizzare il multiplo forward 2018, atteso che Nuova Alitalia andrà a regime a partire da quell'anno. Tale circostanza, ineludibile sul piano tecnico per dare coerenza alla valutazione, ha comportato l'introduzione di elementi di soggettività non trascurabili nella stima, in quanto i risultati finali sono stati influenzati dalle previsioni di consenso di Sales, Ebitda ed Ebit attesi a quattro anni, da parte degli analisti, per tutte le società del campione: tali grandezze sono infatti alla base del calcolo del multiplo 2018*

In definitiva, i risultati del metodo dei multipli appaiono costituire un elemento a corredo del sistema di informazioni disponibili per il C.d.A. ancorchè a essi può essere assegnato unicamente la funzione di riscontro complessivo – su un piano di ordine generale – del risultato ottenuto con il metodo finanziario, che configura, nel caso di specie, il metodo di valutazione principale.» ⁽¹⁵⁹⁾ ⁽¹⁶⁰⁾.

¹⁵⁹ Paragrafo 7.2 “I risultati della stima”.

¹⁶⁰ Sottolineatura aggiunta.

4.4.10 Le conclusioni cui sono pervenuti gli estensori della relazione

61. A giudizio degli estensori della relazione:

- *«le risultanze del metodo finanziario – e in particolare il valore puntuale cui si è pervenuti (429) – attestano la “piena capienza” del valore del Ramo d’Azienda rispetto all’entità dell’aumento di capitale a servizio del conferimento; il valore del Ramo, pertanto, è “almeno pari” all’aumento pianificato;»* ⁽¹⁶¹⁾;
- *«le risultanze del metodo dei multipli di società comparabili, tenuto conto dei limiti già segnalati, confortano le stime ottenute ad esito dell’applicazione del metodo principale e, quindi, corroborano la conclusione, riportata in chiusura del punto precedente, relativa alla piena “copertura economica” dell’aumento deliberando.»* ⁽¹⁶²⁾.

62. Ciò detto, i «Periti, tenuto conto:

- *dei risultati ottenuti in base all’applicazione del metodo finanziario,*
- *del riscontro effettuato con l’applicazione del metodo dei multipli di società comparabili,*
- *nonché dell’entità dell’aumento di capitale in denaro effettuato da Etihad,*
- *ritengono che il valore economico del Ramo d’Azienda detenuto da Alitalia e destinato ad essere conferito in Nuova Alitalia alla data del 30 settembre 2014 non sia inferiore all’entità dell’aumento di capitale di 403,3 milioni di euro pianificato al servizio del conferimento.*

Di conseguenza, nel quadro della disciplina del conferimento, gli scriventi prof. Silvano Corbella e prof. Gabriele Villa attestano che il valore attribuito al Ramo d’Azienda è almeno pari a 403,3 milioni di euro e, quindi, almeno pari al valore dell’aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo, al servizio del conferimento.» ⁽¹⁶³⁾.

¹⁶¹ Capitolo 9. “Il valore di conferimento del ramo d’azienda: un quadro di sintesi”.

¹⁶² Capitolo 9. già citato.

¹⁶³ Capitolo 11. “Le conclusioni”.

4.4.11 Il parere del prof. Reboa

63. In data 2 dicembre 2014, il prof. Marco Reboa veniva incaricato dal Consiglio di Amministrazione di Alitalia S.A.I. di «*procedere ad una Valuation Review dei principali termini economici sottesi all'operazione di conferimento (di seguito, per semplicità, anche il "Parere") al fine di fornire al Consiglio di Nuova Alitalia gli elementi conoscitivi oggetto delle verifiche che l'Organo Amministrativo deve compiere, ai sensi dell'articolo 2343-quater cod. civ., sulle valutazioni contenute nella Relazione redatta dagli Esperti [i proff. Corbella e Villa] secondo quanto disciplinato dal comma 2, lettera b), dell'art. 2343-ter cod. civ.*»⁽¹⁶⁴⁾. Le analisi dallo stesso svolte erano rappresentate in un parere datato 23 dicembre 2014⁽¹⁶⁵⁾.

4.4.11.a La natura dell'incarico conferito al prof. Reboa

64. Nel parere: «*lo scrivente è chiamato a svolgere una revisione della stima del valore attribuito al Ramo conferito da parte degli Esperti, e ciò tenuto conto altresì della possibile sopravvenienza di eventi successivi che potrebbero modificare in misura sensibile i risultati della stima. In altri termini, lo scopo del Parere è quello di verificare, dapprima, la congruità dei principi estimativi impiegati dagli Esperti per la determinazione del valore del Ramo d'azienda nonché la loro corretta adozione; a tal fine si procederà a ripercorrere le diverse fasi del processo di valutazione seguito e ad esprimere la propria motivata opinione in merito alla ragionevolezza delle ipotesi adottate e all'attendibilità delle determinazioni a cui sono pervenuti gli Esperti. Solo successivamente si procederà a prendere in esame i principali eventi, sia fatti intervenuti all'interno del complesso aziendale sia altri fatti sopraggiunti nel contesto esterno di riferimento, per verificare se questi hanno generato sensibili variazioni di valore del Ramo rispetto al momento in cui si è cristallizzata la stima degli Esperti. Ne consegue che nel delineato processo di revisione affidato allo scrivente non si procederà a sviluppare una nuova valutazione per pervenire ad un "nuovo" valore applicando criteri diversi da quelli impiegati dagli Esperti nella redazione della loro Relazione.*»⁽¹⁶⁶⁾⁽¹⁶⁷⁾.

¹⁶⁴ Capitolo 2. "Il parere richiesto".

¹⁶⁵ Dal parere risulta quanto segue: «*la data di riferimento del Parere richiesto allo scrivente è quella di stipula dell'atto di conferimento, cioè il 22 dicembre 2014.*» (capitolo 2., già citato).

¹⁶⁶ Capitolo 2., già citato.

¹⁶⁷ Sottolineatura aggiunta.

4.4.11.b Le verifiche svolte con riferimento alla valutazione dei prof. Corbella e Villa

65. In base a quanto risultava dal parere, l'estensore dello stesso, *«esaminato le valutazioni del Ramo d'azienda svolte dagli Esperti ai sensi del comma 2, lett. b), dell'art. 2343-ter cod. civ. al fine di esprimere un motivato giudizio di merito sulla congruità economica dei risultati a cui sono pervenuti.»* ⁽¹⁶⁸⁾. Più precisamente, la valutazione dei proff. Corbella e Villa veniva sottoposta, *«ad un'analisi critica volta a verificare quanto segue:*
- *la ragionevolezza delle “scelte di fondo” alla base dell'impianto valutativo adottato dai Periti e la congruità dei criteri metodologici impiegati alla luce dei principi economico-aziendali;*
 - *la correttezza delle scelte applicative adottate dai Periti.»* ⁽¹⁶⁹⁾.

4.4.11.b.1 L'analisi delle “scelte di fondo”

66. L'estensore del parere, dopo aver ripercorso l'impianto della valutazione svolta dai proff. Corbella e Villa, affermava quanto segue: *«lo scrivente conclude che le scelte di fondo adottate dagli Esperti e precedentemente commentate sono da ritenersi nel complesso ragionevoli e condivisibili. Inoltre, deve ritenersi congrua la scelta dei criteri di stima adottati dai Periti per determinare il valore del Ramo d'azienda al 1° gennaio 2015: criteri che paiono coerenti con gli elementi peculiari che contraddistinguono il Conferimento e con la ratio che ispira il disposto dell'art. 2343-ter cod. civ.»* ⁽¹⁷⁰⁾ ⁽¹⁷¹⁾.

4.4.11.b.2 L'analisi delle scelte applicative

67. Dal parere si desume che *«la verifica ha riguardato i “due stadi” che compongono la valutazione e precisamente:*
- 1) *la valutazione del Ramo d'azienda al 1° gennaio 2015 sia con riferimento all'applicazione del criterio finanziario sia con riferimento all'applicazione del criterio dei multipli di società comparabili;*

¹⁶⁸ Paragrafo 5.1 “L'attività di controllo sulla Relazione dei Periti”.

¹⁶⁹ Paragrafo 5.1, già citato.

¹⁷⁰ Paragrafo 5.1.1 “La ragionevolezza delle “scelte di fondo” alla base dell'impianto valutativo adottato e la congruità dei criteri metodologici impiegati dai Periti nelle loro valutazioni alla luce dei principi economico-aziendali”.

¹⁷¹ Sottolineatura aggiunta.

2) la determinazione del Correttivo da portare a rettifica del valore del Ramo d'azienda al 1° gennaio 2015.»⁽¹⁷²⁾.

68. Ciò detto, il prof. Reboa segnalava, tra le altre cose, quanto segue:

- «Dalle analisi svolte emerge [...] una sostanziale robustezza dei flussi di cassa netti operativi utilizzati dai Periti, nonché dei significativi margini di prudenza che trovano riflesso nei dati attesi di Piano e, di conseguenza, nei flussi di cassa prospettici, e questo tenuto altresì conto i) degli upside netti di valore latenti e sottesi alle stime di Piano riferite ai costi operativi e alla variabile fiscale e ii) della minore redditività attesa per Nuova Alitalia rispetto alle marginalità medie di società ritenute significativamente comparabili a Nuova Alitalia. Tali considerazioni rispondono pienamente alla ratio sottesa alle previsioni dell'art. 2343-ter cod. civ.»⁽¹⁷³⁾ ⁽¹⁷⁴⁾;
- «Anche con riferimento alle scelte adottate con riferimento ai tassi di attualizzazione e capitalizzazione, si può affermare che gli Esperti hanno operato ispirandosi al principio di prudenza, in coerenza con la ratio sottesa alle previsioni dell'art. 2343-ter cod. civ.»⁽¹⁷⁵⁾ ⁽¹⁷⁶⁾;
- «E' stata accertata la congruità delle ipotesi assunte dagli Esperti nella determinazione del terminal value in sede di applicazione del criterio finanziario. Il flusso a regime determinato dai Periti può essere ragionevolmente ritenuto un flusso prudenziale: l'Ebitda margin riflesso nel flusso a regime è espressivo di condizioni reddituali inferiori a quelle stimate, per il 2018, per le società comparabili analizzate, ma anche a livelli di marginalità conseguiti dai medesimi comparables alle attuali condizioni di mercato. Anche gli investimenti in capitale fisso stimati a regime sono da ritenersi nel complesso ragionevoli: i capex a regime sono stati valutati esaminando gli investimenti effettuati dalle società comparabili, tenendo conto del profilo dimensionale della società, del modello di business, dello stato di anzianità e della composizione della flotta.»⁽¹⁷⁷⁾ ⁽¹⁷⁸⁾;
- «Volgendo l'attenzione al criterio dei multipli, chi scrive ritiene condivisibili e razionali le scelte operate dagli Esperti sia con riguardo alla scelta del campione

¹⁷² Paragrafo 5.1.2 “La correttezza delle scelte applicative adottate dai Periti”.

¹⁷³ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁷⁴ Sottolineatura aggiunta.

¹⁷⁵ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁷⁶ Sottolineatura aggiunta.

¹⁷⁷ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁷⁸ Sottolineatura aggiunta.

di società comparabili e dei multipli sia con riguardo alle modalità di calcolo adottate. A tale proposito si segnala che, con riferimento all’orizzonte temporale considerato, i Periti hanno considerato, al numeratore, un valore di Enterprise Value definito sulla base della capitalizzazione di borsa puntuale al 30 settembre 2014, data di riferimento della stima. Lo scrivente ha verificato che, qualora si fossero considerati valori di mercato più prossimi alla data di redazione della Relazione, si sarebbero ottenuti multipli più elevati con ovvi riflessi sul ricercato valore.»⁽¹⁷⁹⁾ ⁽¹⁸⁰⁾;

- «chi scrive ha verificato le determinazioni degli Esperti per la stima del Correttivo da portare a rettifica del valore del Ramo d’azienda al 1° gennaio 2015, senza formulare osservazioni.»⁽¹⁸¹⁾ ⁽¹⁸²⁾.

4.4.11.c Le verifiche volte ad accertare se il valore del complesso aziendale si sia modificato in misura rilevante

69. In base a quanto indicato nel parere, le ulteriori verifiche svolte dall’estensore dello stesso, «si compediano nell’attività di controllo mirata ad accertare che, nel periodo decorrente dalla data di riferimento della valutazione del Ramo (30 settembre 2014) alla data di stipula dell’atto di conferimento (22 dicembre 2014), non si siano verificate sensibili modifiche del valore del Ramo d’azienda per effetto di fatti rilevanti occorsi nell’intervallo temporale considerato.»⁽¹⁸³⁾.
70. Ciò detto, stante gli approfondimenti svolti, a giudizio del prof. Reboa, «successivamente alla data di riferimento della valutazione contenuta nella Relazione, non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione stessa.»⁽¹⁸⁴⁾ ⁽¹⁸⁵⁾.

4.4.12 La relazione di valutazione dei proff. Corbella e Villa.

71. Ai proff. Silvano Corbella e Gabriele Villa veniva conferito l’incarico di stimare, ai sensi dell’art. 2343 – *ter* “Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima”,

¹⁷⁹ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁸⁰ Sottolineatura aggiunta.

¹⁸¹ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁸² Sottolineatura aggiunta.

¹⁸³ Paragrafo 5.2 “Eventuali fatti nuovi rilevanti: l’attività di controllo ai fini dell’art. 2343-*quater* cod. civ.”.

¹⁸⁴ Capitolo 6. “Conclusioni”.

¹⁸⁵ Sottolineatura aggiunta.

secondo comma, lettera b) del Codice Civile, il valore del complesso aziendale facente capo ad Alitalia C.A.I. che, in base agli accordi con il gruppo Etihad, doveva essere trasferito in una società di nuova costituzione (l'attuale Alitalia S.A.I. in Amministrazione Straordinaria).

72. Ricordiamo che l'art. 2343 "Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima" del Codice Civile in vigore all'epoca dei fatti (così come quello in vigore oggi) prevedeva quanto segue: *«Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale [...], contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti.»*. Le prescrizioni del Legislatore avevano, ovviamente, la finalità di garantire che il valore assegnato ai conferimenti fosse veritiero. Ciò, com'è ovvio, per evitare che il valore complessivo degli stessi fosse inferiore all'ammontare globale del capitale netto della società destinataria del conferimento.
73. Le nuove regole sono contenute negli articoli 2343 – *ter* "Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima" e 2343 – *quater* "Fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione" ⁽¹⁸⁶⁾. In particolare, limitandoci all'ambito che qui interessa, il secondo comma dell'art. 2343 – *ter* del Codice Civile in vigore all'epoca dei fatti (così come quello in vigore oggi), stabiliva quanto segue: *«non è [...] richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:*
- a) [...], ovvero*
 - b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.»*.

¹⁸⁶ Il Decreto Legislativo n. 142 del 4 agosto 2008 introduceva nel nostro ordinamento una nuova disciplina relativamente al conferimento di beni in natura e crediti nelle società per azioni.

74. I proff. Corbella e Villa concludevano la relazione affermando che *«il valore attribuito al Ramo d'Azienda è almeno pari a 403,3 milioni di euro e, quindi, almeno pari al valore dell'aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo, al servizio del conferimento»* ⁽¹⁸⁷⁾.
75. Come illustrato in precedenza, il valore del suddetto complesso aziendale veniva stimato ricorrendo:
- al metodo finanziario (metodo principale);
 - al metodo dei multipli (metodo di controllo).
76. il Piano 2015-2018 (o *business plan*) rivestiva un ruolo centrale ai fini dell'applicazione di entrambi i metodi di valutazione indicati. A questo proposito, va segnalato, in particolare, quanto segue:
- il Piano 2015-2018 era stato predisposto dal management del gruppo Etihad ⁽¹⁸⁸⁾⁽¹⁸⁹⁾;
 - i proff. Corbella e Villa avevano analizzato il piano ⁽¹⁹⁰⁾ e erano giunti alla conclusione che lo stesso fosse nel complesso fattibile;
 - il prof. Reboa ripercorreva le analisi svolte dai proff. Corbella e Villa sul piano. Come già scritto, a giudizio dello stesso, *«Dalle analisi svolte emerge [...] una sostanziale robustezza dei flussi di cassa netti operativi utilizzati dai Periti, nonché dei significativi margini di prudenza che trovano riflesso nei dati attesi di Piano e, di conseguenza, nei flussi di cassa prospettici, [...].»* ⁽¹⁹¹⁾ ⁽¹⁹²⁾

¹⁸⁷ Capitolo 11 “Le conclusioni”.

¹⁸⁸ Come già scritto, il piano veniva approvato dal consiglio di amministrazione di Alitalia C.A.I. in data 7 agosto 2014.

¹⁸⁹ Sottolineatura aggiunta.

¹⁹⁰ Si veda a questo proposito il paragrafo 4.7.a.

¹⁹¹ Paragrafo 5.1.2, già citato.

¹⁹² Sottolineatura aggiunta.

4.7 Il “*Commercial Co-operation Agreement*”

182. Il contratto intitolato “*Commercial Co-operation Agreement*” veniva stipulato in data 8 agosto 2014 (²⁸⁷) da Etihad Airways e da Alitalia C.A.I..

183. Con questo contratto le parti:

- intendevano avviare una collaborazione volta ad accrescere la redditività e la competitività delle attività dalle stesse gestite;
- al fine di creare una solida relazione, in data 8 agosto 2014 stipulavano il “*Project Alba – Transaction Implementation Agreement*” (²⁸⁸);
- intendevano applicare l’accordo di cui si discute il prima possibile (compatibilmente con l’ottenimento delle autorizzazioni previste dalla legge e con quanto previsto dal contratto citato al punto precedente).

184. Nel “*Commercial Co-operation Agreement*” si dà atto del fatto che le parti individuavano degli ambiti nei quali, attraverso una collaborazione, sarebbe stato possibile conseguire delle sinergie (Figura 4.38).

²⁸⁵ «We [Nyras Capital LLP] estimate that the slot portfolio could be leased for between £5m and £8m [...]» (parere di Nyras Capital LLP del 1° luglio 2016, già citato in precedenza).

²⁸⁶ £ / Euro = 1,2099 (www.ecb.europa.eu).

²⁸⁷ Pertanto, il “*Project Alba – Transaction Implementation Agreement*” e il “*Commercial Co-operation Agreement*” sono stati stipulati contestualmente.

²⁸⁸ Di cui si è detto in precedenza.

Figura 4.38: Gli ambiti nei quali le parti si attendono di poter conseguire delle sinergie

Potential Synergy Areas: an analysis carried out by the senior management of the Parties resulted in the identification of several areas of potential synergies that shall be further explored in good faith, including (but not limited to):

- Sales and marketing;
- Procurement of online marketing
- Loyalty programme
- International sales offices
- Fleet
- Spare engine financing
- Wireless connectivity
- Long-haul fleet
- Crew: new roles at Etihad
- Finance: credit card, funding, CDS and hedging terms
- Training
- Engine, Airframe and Component maintenance repair and overhaul

Fonte: *Commercial Co-operation Agreement*

185. Nel medesimo contratto, erano analiticamente identificate le azioni da implementare al fine di conseguire le previste sinergie, le quali attingevano a tutti i principali ambiti di operatività del gruppo Etihad e del gruppo Alitalia C.A.I..
186. In base al contratto, le parti erano libere di conservare gli accordi di collaborazione commerciale già in essere e, se del caso, di sottoscriverne di nuovi. Alitalia C.A.I. si era comunque impegnata a porre in essere tutte le azioni volte a minimizzare gli eventuali effetti negativi sull'accordo di collaborazione messo a punto con Etihad, che sarebbero potuti derivare dai c.d. “*Existing Agreements*”⁽²⁸⁹⁾. Con quest’ultima espressione si fa riferimento, in particolare, agli accordi rappresentati nella Figura 4.39.

²⁸⁹ Con l’espressione “*Existing Agreements*”, si intende: «*the written Agreements (including, but not limited, to code share Agreements, joint venture Agreements, partnership Agreements, frequent flyer participation Agreements, lounge Agreements, sales Agreements and cargo Agreements) between Alitalia and other airlines (or relevant parent companies, subsidiaries or affiliates thereto). Schedule 2 sets out the list of Existing Agreements being in full force and effect on the Commencement Date, it being understood that Existing Agreements shall include any Agreement which AZ is required to enter into, pursuant to or in accordance with and Existing Agreement.*» (paragrafo 1. “*Definitions*”).

Figura 4.39: I principali accordi di cui è parte Alitalia C.A.I.

EXISTING AGREEMENTS

- **Partnership Agreement** between Alitalia and Air France-KLM, dated January 2009, as subsequently amended;
- **Transatlantic Joint Venture Agreement** among Alitalia, Air France, KLM and Delta Airlines, dated May 2009, as from time to time amended and restated;
- **European Party Agreement** among Alitalia, Air France and KLM dated July 2014;
- **Passenger Joint Venture Agreement** between Alitalia and Air France dated 2011, as subsequently amended;
- **Passenger Joint Venture Agreement** between Alitalia and KLM dated December 2011, as subsequently amended;
- **Cargo Agreement** among Alitalia, Air France and KLM, dated November 2009;
- **Incentive Mechanism Agreement** among Alitalia, Air France and KLM dated June 2010, as subsequently amended;
- **Alliance Agreement** regarding SkyTeam Global Airline Alliance dated June 2010;
- **SkyTeam Cargo Alliance Agreement** dated October 2010.

Fonte: “*Commercial Co-operation Agreement*”

187. Il “*Commercial Co-operation Agreement*” aveva una durata di 10 anni (c.d. “*Initial Term*”). Al termine di tale periodo il contratto si sarebbe rinnovato automaticamente per altri 10 anni (c.d. “*Extended Term*”), a meno che una delle parti non decidesse di interromperlo.

4.8 Lo “Shareholders Agreement – in respect of Alitalia S.A.I.”

188. Il contratto intitolato “Shareholders’ Agreement – in respect of Alitalia S.A.I.”, veniva stipulato in data 22 dicembre 2014 da Etihad Airways, Etihad, Alitalia C.A.I. e MidCo S.p.A..

189. Il contratto includeva le seguenti attività:

- in data 19 dicembre 2014, l’assemblea di Alitalia S.A.I.:
 - deliberava un aumento di capitale di Euro 403,3 milioni, da liberare attraverso il conferimento del complesso aziendale facente capo ad Alitalia C.A.I. identificato nell’ambito del “Project Alba – Transaction Implementation Agreement”;
 - deliberava un aumento di capitale di Euro 387,5 milioni, riservato a Etihad;
 - approvava il nuovo statuto di Alitalia S.A.I.;
- in data 22 dicembre 2014:
 - Alitalia C.A.I. conferiva in Alitalia S.A.I. il complesso aziendale di cui si è detto al punto precedente;
 - Etihad liberava l’aumento di capitale alla stessa riservato;
- in data 23 dicembre 2014 ⁽²⁹⁰⁾, Alitalia C.A.I. conferiva la partecipazione in Alitalia S.A.I., in MidCo S.p.A..

190. Con il patto parasociale:

- Silvano Cassano, Luca Cordero di Montezemolo e James Hogan venivano nominati rispettivamente Amministratore Delegato, Presidente e Vice – Presidente di Alitalia S.A.I.;
- le parti avrebbero voluto che Silvano Cassano ricoprisse la carica di Amministratore Delegato per un periodo pari almeno alla durata del patto parasociale (cinque anni). Esse concordavano che alla scadenza del c.d. “Initial Term” (la data di approvazione del bilancio di Alitalia S.A.I. relativo all’esercizio 2017), il mandato di Silvano Cassano venisse rinnovato per altri tre anni ⁽²⁹¹⁾;
- le parti si erano impegnate a fare quanto possibile affinché, tra le altre cose, gli amministratori:

²⁹⁰ Come già scritto, il contratto di cui si discute veniva stipulato in data 22 dicembre 2014.

²⁹¹ Tranne che «for just cause (including where the results of New Alitalia are materially and adversely different from those forecasted and agreed upon by the Parties in the New Business Plan, as defined in the Transaction Implementation Agreement) or they [le parti] [...] otherwise agree [...]» (paragrafo 3.4).

- nominassero Duncan Naysmith (CFO) di Alitalia S.A.I.. In base a quanto concordato tra le stesse, le persone che lo sostituiranno in futuro saranno scelte dall'azionista titolare delle azioni B (in quel momento il gruppo Etihad);
 - non attribuissero il ruolo di dirigente di “prima linea” a soggetti diversi da quelli proposti dall'Amministratore Delegato;
 - pongano in essere le azioni necessarie per dare attuazione: a) ai c.d. “Alitalia Loyalty Agreements”; b) allo “Slot Purchase Agreement” e allo “Slot Lease Agreement”;
- stante il fatto che «*New Alitalia's business is a cash intensive activity [...]*» ⁽²⁹²⁾, le parti concordavano che Alitalia S.A.I. potesse procedere alla distribuzione di dividendi solo se:
- il c.d. “*net profit margin*” registrato nel corso dell'esercizio fosse superiore al 3%;
 - la società avesse disposto di una c.d. “*closing liquidity*” ⁽²⁹³⁾ superiore al 10% dei ricavi registrati nel corso dell'ultimo esercizio;
 - si fosse previsto che nei successivi dodici mesi la società avesse avuto a disposizione una c.d. “*average liquidity*” superiore al 10% dei ricavi annui attesi.

Nel caso in cui fossero soddisfatti i suddetti requisiti, il gruppo Etihad avrebbe fatto in modo che fosse distribuito un ammontare di dividendi pari al massimo al 35% del risultato netto dell'esercizio;

- secondo lo statuto della società Alitalia S.A.I., i soci non possono trasferire la loro partecipazione per un periodo di cinque anni. Ciò detto, in base al patto parasociale, se Alitalia C.A.I. avesse voluto dismettere l'intera partecipazione dalla stessa indirettamente detenuta in Alitalia S.A.I., aveva l'autorizzazione da parte del gruppo Etihad, di avviare, nel corso dell'ultimo anno del periodo di *lock – up*, la ricerca del potenziale compratore;
- il patto parasociale aveva durata di cinque anni.

²⁹² Paragrafo 8.1.

²⁹³ Ossia, «*unrestricted cash and available undrawn facilities*» (paragrafo 8.2).

CAP. 5 (pagg. 157-306) ...OMISSIS...

6. Il Collegio Sindacale

1. In data 4 dicembre 2014, Corrado Gatti, Gianluca Ponzellini e Alessandro Cortesi, venivano nominati sindaci effettivi di Alitalia S.A.I. ⁽⁴¹⁴⁾ ⁽⁴¹⁵⁾. A Corrado Gatti veniva attribuita la carica di presidente.
2. I sindaci sarebbero dovuti rimanere in carica fino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio dell'esercizio 2016. Ciò detto, l'assemblea del 4 maggio 2015 deliberava di «*confermare nella carica i tre Sindaci Effettivi (e il Presidente del Collegio Sindacale) e i due Sindaci Supplenti nominati dall'Assemblea dei soci del 4 dicembre 2014 per un periodo di tre esercizi decorrenti dal 1° gennaio 2015 (e così fino alla data dell'assemblea chiamata ad approvare il bilancio relativo all'esercizio 2017) [...]»* ⁽⁴¹⁶⁾.
3. Nel periodo compreso tra il 4 dicembre 2014 e il 20 marzo 2015, i sindaci esercitavano anche il controllo contabile ⁽⁴¹⁷⁾.
4. Il Collegio Sindacale si riuniva 41 volte. La prima in data 23 dicembre 2014. L'ultima, invece, in data 28 aprile 2017. Lo stesso assistiva alle assemblee e ai Consigli di Amministrazione.
5. In vista delle assemblee degli azionisti, il Collegio Sindacale emetteva, in particolare, le seguenti relazioni:
 - in data 14 aprile 2015, la “Relazione del Collegio Sindacale all'assemblea degli azionisti (artt. 2403 e segg. c.c. e art. 2019-bis c.c.)” relativa al bilancio di Alitalia S.A.I. dell'esercizio 2014;
 - in data 13 aprile 2016, la “Relazione del Collegio Sindacale all'assemblea degli azionisti (ai sensi dell'art. 2429, comma 2, c.c.)” relativa al bilancio di Alitalia S.A.I. dell'esercizio 2015. Dalla stessa si desume, tra le altre cose, quanto segue:
«*il Collegio Sindacale ritiene opportuno rappresentare i seguenti punti di attenzione in ordine alla necessità di:*
 - *una prudente valutazione e un costante monitoraggio da parte degli Amministratori sull'andamento dei risultati economici, dell'indebitamento, del patrimonio netto e della liquidità;*

⁴¹⁴ L'assemblea che ha nominato i sindaci ha anche deliberato, tra le altre cose, la trasformazione in società per azioni.

⁴¹⁵ Giovanni Ghelfi e Maurizio Longhi sono stati nominati sindaci supplenti.

⁴¹⁶ Una delibera analoga è stata assunta con riferimento agli amministratori.

⁴¹⁷ In data 20 marzo 2015 l'assemblea ha nominato Deloitte & Touch S.p.A. revisore legale di Alitalia S.A.I.

- *approvare con celerità un nuovo piano industriale che tenga conto delle mutate condizioni sia a livello aziendale sia a livello settoriale sia a livello economico generale e che dia conto della sostenibilità degli investimenti necessari a supportare lo sviluppo dei ricavi, così come dell'indebitamento sotto il profilo del suo ripianamento e/o rifinanziamento;*
 - *valutare con la più opportuna cautela le politiche di hedging con riguardo ai rischi di interesse, di cambio e prezzo del carburante;*
 - *porre in essere tutte le più opportune iniziative per tutelare gli interessi di Alitalia nei confronti dei partners europei e statunitensi.».*
- in data 23 dicembre 2016, la relazione intitolata “Osservazioni del Collegio Sindacale ai sensi dell’art. 2446, comma 1, cod. civ.”;
 - in data 28 aprile 2017, la relazione intitolata “Osservazioni del Collegio Sindacale ai sensi dell’art. 2446, comma 1, e dell’art. 2447 cod. civ.”.
6. Dai verbali dei Consigli di Amministrazione e del Collegio Sindacale emerge che i sindaci si sono comportati in modo proattivo, indicando agli amministratori le criticità dagli stessi riscontrate e suggerendo l'adozione dei provvedimenti di volta in volta ritenuti più opportuni. In particolare, i sindaci hanno consegnato agli amministratori quanto segue:
- nota intitolata “Intervento da verbalizzare del Collegio Sindacale nell’ambito del Consiglio di Amministrazione di Alitalia del 3 ottobre 2016”. La stessa, come risulta dal titolo, veniva predisposta in vista del Consiglio di Amministrazione del 3 ottobre 2016;
 - nota intitolata “Osservazioni del Collegio Sindacale sulla situazione della Società e raccomandazioni all’Organo Amministrativo”. La stessa veniva predisposta in vista del Consiglio di Amministrazione del 23 novembre 2016, che non si è tenuto;
 - nota intitolata “Osservazioni del Collegio Sindacale sulla situazione della Società e raccomandazioni al Consiglio di Amministrazione”. La stessa veniva predisposta in vista del Consiglio di Amministrazione del 16 febbraio 2017.
7. La prima e la terza nota sono state descritte, rispettivamente, nei paragrafi 5.19 e 5.26.
8. Con la seconda delle tre note citate, i sindaci facevano presente agli amministratori l'esistenza di *«quantomeno tre fonti di necessario e immediato intervento.*

A. Processo di governance e di gestione

L'attuale situazione economica, patrimoniale e finanziaria è il frutto di un processo di progressivo deterioramento dei risultati, non l'esito di eventi straordinari verificatisi improvvisamente.

In particolare, pur in un contesto caratterizzato, da un lato, da permanere di vincoli contrattuali ereditati dalla vecchia società (Delta, Air France-KLM) e, dall'altro, da eventi fuori dal controllo della Società o parzialmente tali (terrorismo, incendio Fiumicino, scioperi, rapporti con il Governo), appare imprescindibile che, da subito, l'organo amministrativo si adoperi incisivamente per:

- *configurare un (nuovo) modello di business (con le relative tempistiche) che sia sostenibile sotto i profili industriale e finanziario, con le sottese scelte strategiche e organizzative;*
- *assicurare alla Società un'adeguata flessibilità finanziaria, ossia predisporre adeguate soluzioni (ad esempio, in termini di linee di credito committed) per fronteggiare situazioni di ristrettezza di cassa ovvero il rischio di liquidità.*

Appare altresì imprescindibile tenere nella massima considerazione il rischio di default e dotarsi di consapevolezza delle connesse conseguenze.

B. Liquidità necessaria a garantire la continuità aziendale

Come sopra evidenziato, l'attuale previsione della situazione di cassa a breve termine richiede l'immediata individuazione di una soluzione identificata e documentata in termini di:

- *nuovo equity;*
- *e/o nuovo debito bancario;*
- *e/o finanziamenti soci.*

Vista la presumibile complessità dell'afflusso di nuovo equity nel breve termine/nell'immediato occorre acquisire rapidamente nuovo debito bancario e/o realizzare un'operazione di finanziamento soci di dimensione tale da assicurare la copertura del fabbisogno finanziario almeno per i prossimi 12 mesi.

Detta necessità viene rappresentata dal Collegio a livello di Consiglio di Amministrazione, ma è da rappresentare anche a livello di Assemblea dei Soci.

Laddove non dovesse emergere a breve alcuna soluzione relativa alla copertura del fabbisogno finanziario, non solo, come sopra detto, le situazioni economico-patrimoniali

al 30 giugno e al 30 settembre 2016 non potrebbero essere elaborate e approvate in ottica di continuità aziendale, ma gli Amministratori (e, in caso di loro inerzia, il Collegio Sindacale) dovrebbero immediatamente convocare i Soci per gli opportuni provvedimenti, ossia l'aumento del capitale o la messa in liquidazione della Società, ovvero procedere, previa opportune analisi, con l'avvio di procedure concorsuali ovvero con quella di amministrazione straordinaria.

Una volta fronteggiata l'esigenza di cassa di breve termine, sarà necessario, sulla base di un nuovo, credibile piano industriale, convocare i Soci per rappresentare il piano e le sottese esigenze finanziarie e, quindi, procedere nel reperimento di tali risorse, in forma di equity e ulteriore debito (bancario e Soci), quali fonti da affiancare all'autofinanziamento che il piano auspicabilmente contemplerà.

C. Definizione di un nuovo modello di business e di contingency plans

Infine, si evidenzia ancora la necessità che il nuovo modello di business e il nuovo piano industriale ai quali la Società sta lavorando rappresentino una vera e significativa discontinuità rispetto al passato, nonché la necessità che siano evidenziate modalità concretamente perseguibili per l'implementazione delle azioni previste a piano, dal punto di vista operativo, finanziario e normativo.

Tenuto altresì conto dell'accresciuta rilevanza dei rischi economico-finanziari e di conformità ricordati, le iniziative da intraprendere dovrebbero essere assistite da opportuni contingency plans, in particolare a livello legale e di comunicazione esterna, immediatamente attivabili all'occorrenza.».

9. Il Collegio Sindacale partecipava alle riunioni del Comitato per il Controllo Interno (in alcuni casi i due organi si sono riuniti in seduta comune) ⁽⁴¹⁸⁾. Inoltre, più volte incontrava il responsabile della funzione *internal audit*.

PAR. DA 10 A 13 (pagg. 310-313) ...OMISSIS...

⁴¹⁸ Il regolamento del comitato per il controllo interno prevedeva che il presidente del collegio sindacale partecipasse alle riunioni dello stesso.

7. L'andamento economico, patrimoniale e finanziario del gruppo Alitalia S.A.I.

1. Nel presente Capitolo si provvede a descrivere l'andamento della gestione del gruppo Alitalia S.A.I. e delle singole società ammesse alla procedura di Amministrazione Straordinaria, mediante l'analisi e il confronto con i dati di mercato rilevati in fonti specialistiche di settore ⁽⁴²⁰⁾ ed i dati aziendali messi a disposizione dal *management* di Alitalia S.A.I. con riguardo alle *performance* raggiunte nel corso delle annualità 2015, 2016 e 2017 ⁽⁴²¹⁾.
2. In particolare, le analisi svolte hanno riguardato:
 - al paragrafo 7.1, l'analisi del mercato europeo e mondiale ed il confronto con le assunzioni contenute nel Piano 2015-2018;
 - al paragrafo 7.2, l'analisi della posizione patrimoniale, finanziaria e reddituale del gruppo Alitalia S.A.I. ed il confronto con i dati del Piano 2015-2018, i dati contenuti nella *review* dei *budget* reddituali e finanziari ed i dati *actual* del periodo 1.1.2015 - 30.4.2017;
 - al paragrafo 7.2.2, l'analisi della posizione patrimoniale, finanziaria e reddituale di Alitalia S.A.I. ed il confronto con i dati *actual* del periodo 1.1.2015 - 28.2.2017;
 - al paragrafo 7.2.3, l'analisi della posizione patrimoniale, finanziaria e reddituale di Alitalia Cityliner ed il confronto con i dati *actual* del periodo 1.1.2014 - 31.3.2017.

⁴²⁰ Come meglio descritto nel paragrafo che segue, le analisi sono state condotte a partire dall'utilizzo di dati pubblicati in autorevoli fonti, quali IATA e gli studi *Boeing* ed *Airbus*.

⁴²¹ Per l'annualità 2017, si è tenuto conto delle *performance* registrate sino alla chiusura mensile del 30 aprile 2017. Per dettagli si veda Capitolo 7, Paragrafo 2.

7.1 L'analisi del mercato europeo e mondiale ed il confronto con le assunzioni contenute nel Piano 2015-2018

7.1.1 Premessa

3. Le analisi in oggetto sono state condotte utilizzando rapporti relativi al mercato mondiale dell'aviazione civile prodotti da primari operatori del settore: IATA, *Airbus* e *Boeing*.
4. Tali rapporti rappresentano un valido supporto per prevedere i macro andamenti di settore, ma vanno interpretati ed adattati di volta in volta per analizzare i singoli casi specifici.
5. Nella lettura di questa analisi occorre considerare che il gruppo Alitalia aveva consuntivato negli ultimi anni risultati negativi, ed era quindi ragionevole che nell'ambito di un piano di rilancio potesse ottenere dei risultati anche superiori a quanto previsto per il mercato in senso generale.
6. Ai fini della rappresentazione del contesto di mercato entro il quale veniva costituita la *newco* Alitalia S.A.I. ed entro il quale la stessa doveva attuare il Piano 2015-2018 redatto da Etihad, si è provveduto nella presente Relazione all'analisi di quanto segue:
 - il posizionamento strategico del *network* Alitalia precedente all'avvio del Piano 2015-2018 (paragrafo 7.1.2);
 - l'analisi del contesto di mercato precedente l'avvio del Piano 2015-2018 (paragrafo 7.1.3);
 - l'analisi ed il confronto tra la crescita prevista nel Piano 2015-2018 per il gruppo Alitalia S.A.I. e quella prevista sul mercato mondiale (paragrafo 7.1.4);
 - l'analisi e il confronto dell'andamento del gruppo Alitalia rispetto al mercato nella dinamica effettiva del periodo 2014-2017 (paragrafo 7.1.5).

7.1.2 Il posizionamento strategico di Alitalia precedente l'avvio del Piano 2015-2018

7. Nel periodo 2009-2013 erano stati predisposti quattro piani (⁴²²) per il rilancio di Alitalia, di seguito vengono riepilogati gli aspetti salienti di ciascuno di essi.

Tabella 7.1: Overview dei precedenti piani di Alitalia.

Piano	Intenzioni Strategiche	Modello di business	Flotta	Processi	Personale
2009-2013 Piano "Fenice"	(a) Focalizzazione sulle tratte corto-medio raggio diventando leader del mercato italiano; (b) Avvio partnership con vettori europei.	(a) Modello improntato su <i>brand</i> Alitalia-Air One. (b) Articolazione di n. 5 player Alitalia sui diversi segmenti (⁴²³).	(a) Razionalizzazione della flotta passando da 239 a 153 (b) Rinnovamento della flotta	(a) Integrazione di Alitalia/Air One (b) Riparametrizzazione dei costi (c) incremento della produzione	(a) numerosità, produttività e costi allineati ai dati di <i>benchmark</i> (b) esternalizzazione delle attività non-core
2010-2014 Piano "Fenice" Update I	(a) Focalizzazione massiva sul corto-medio raggio; (b) Joint-Venture.	(a) Rinforzo dei singoli segmenti (⁴²⁴); (b) Rinforzo del canale di vendita diretto.	(a) Riequilibrio della flotta con aerei a fusoliera stretta/regionali.	(a) <i>Outsourcing</i> delle attività <i>non-core</i> (catering, ecc.) (b) Ottimizzazione della struttura dei costi (personale di terra, manutenzione, ecc.)	
2010-2014 Piano "Fenice" Update II	(a) Aumento della copertura del medio raggio (internazionale) e lungo raggio; (b) Aumento dei ricavi ancillari (c) Ulteriori partnership con AF-KLM e Delta.	(a) Ulteriore differenziazione di Alitalia e Air One; (b) Obiettivi commerciali aggressivi.	(a) Aumento della flotta a fusoliera larga; (b) Riduzione della flotta di proprietà; (c) Riduzione della flotta di corto-medio raggio (A319 al posto di A320).	(a) Raggiungimento di efficienze nel consumo di carburante, produttività dello staff e dei costi generali/di vendita.	
2013-2016 Strategy Plan	(a) Difesa del corto-medio raggio e razionalizzazione dei ruoli Alitalia/Air One; (b) Focalizzazione sul lungo raggio; (c) Alleanze con aeroporti e ferrovie; (d) Riposizionamento del brand "Esperienza Italiana"; (e) Programma fidelizzazione come business a parte.	(a) Ricostruzione del settore commerciale e implementazione di una organizzazione focalizzata sul consumatore; (b) <i>Upgrade</i> delle tecnologie e dei sistemi informativi.	(a) Incremento della flotta a fusoliera larga (+7 dal 2018); (b) Riduzione della flotta a fusoliera stretta (-11 dal 2018); (c) Voli regionali invariati.	(a) Migliorare la produttività degli equipaggi, turni e carichi di lavoro.	(a) Ristrutturazione dell'organizzazione.

Fonte: Elaborazione contenuta nel Piano 2017-2021 e nella relazione di attestazione del Dott. Ranalli

8. In sintesi, tutti questi piani prevedevano:

- il rafforzamento delle tratte a medio e breve raggio ed uno sviluppo del lungo raggio principalmente mediante accordi di *partnership* con altri vettori;

⁴²² Il primo piano strategico di CAI è stato formalizzato alla fine del 2008 e rivisto nel 2010 e 2011. A luglio del 2013 il *management* ha presentato un nuovo piano strategico triennale (2013-2016).

⁴²³ Alitalia: lungo e corto-medio raggio – Air One: "compagnia *smart*", competitiva rispetto alle *LLC* a livello dei costi – CAI Second: implementare le attività di Alitalia Air One – Cityliner e CAI First: voli regionali con flotta di *embraer*.

⁴²⁴ Alitalia: lungo raggio e corto-medio raggio premium (focalizzandosi su Linate e Fiumicino) – Air One: offerte su corto-medio raggio – Alitalia Regional: copertura su aeroporti minori con un traffico maggiore.

- la segmentazione dell'offerta mediante un posizionamento più alto per i voli Alitalia ed un posizionamento più vicino a quello dei LCC per i voli Air One;
 - la razionalizzazione della flotta e l'incremento degli aeromobili in *leasing* ⁽⁴²⁵⁾;
 - la riduzione dei costi operativi e di struttura.
9. Rispetto alle assunzioni dei piani sopra riportati, si nota come la forte focalizzazione sul breve e medio raggio avesse portato Alitalia a competere direttamente con i vettori LCC, senza tuttavia disporre di un'analogia struttura di costo che consentisse efficienza e competitività sulle tariffe.
10. Inoltre:
- la concorrenza sul corto raggio dell'alta velocità ferroviaria;
 - la scarsa focalizzazione sulle tratte a lungo raggio;
 - le proprie limitate dimensioni (numero di aerei a disposizione);
 - il conseguente ruolo non primario affidato ad Alitalia nelle attività di *code-sharing* intercontinentali nell'ambito della alleanza *Sky Team*,

non consentivano nel complesso di sviluppare il *network* AZ secondo il modello tipico dei "*Value Network Carrier*", (in breve "*VNC*") ⁽⁴²⁶⁾.

⁴²⁵ Con specifico riguardo agli aeromobili acquisiti mediante contratto di *leasing*.

⁴²⁶ Sono identificabili diverse tipologie di vettori in base al modello di *business* applicato:

- **Premium Network Carrier:** vettori volti a servire i segmenti premium, sia *business* che *leisure*, spesso focalizzati sul segmento a lungo raggio e basati in mercati di grandi dimensioni.

- **Value Network Carrier:** vettori tradizionali volti a soddisfare le esigenze di soggetti caratterizzati da una maggior attenzione al prezzo, rispetto al segmento *premium*, garantendo comunque elevate frequenze e *network* basati sul modello *Hub-spoke*. Questo modello risulta valido in particolar modo per tratte a medio lungo raggio dove la concorrenza dei vettori LCC risulta ancora limitata.

- **Low Cost Carrier (LCC):** vettori che basano il proprio modello competitivo su basse tariffe. Tale vantaggio competitivo di prezzo era sostenuto mediante strutture di costo molto contenute, economie di scala e *network* basati sul modello *point to point*.

- **Ultra Low Cost Carriers (ULCC):** vettori focalizzati sull'offrire al cliente la più bassa tariffa di trasporto possibile mediante la riduzione del livello di servizio. Tale modello era reso sostenibile da una forte componente di ricavi ancillari legati a servizi accessori (es. vendita di bevande e altri prodotti a bordo degli aerei, pagamento per l'imbarco dei bagagli in stiva, pagamento per l'assegnazione del posto).

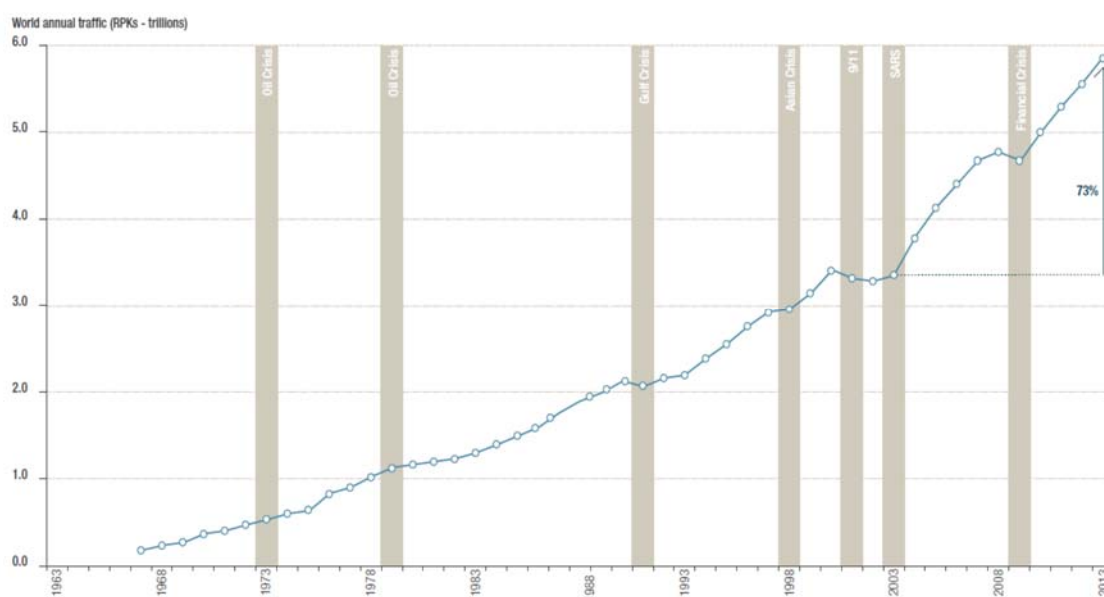
In funzione delle proprie caratteristiche i diversi modelli di *business* appaiono più adeguati a servire una determinata tipologia di tratte.

In particolare il modello LCC, risulta particolarmente adeguato alle tratte di breve raggio: tale tipologia di tratte era infatti in grado di consentire una minimizzazione della struttura dei costi (mediante, ad esempio, la riduzione del *turn time* tra due voli e il contenimento delle spese di trasferta del personale) mentre le tratte a lungo raggio risultano maggiormente efficienti se gestite mediante modelli *Hub-spoke* tipici dei *Network Carrier*.

7.1.3 L'analisi del contesto di mercato precedente l'avvio del Piano 2015-2018

11. Nel periodo 2003-2013, nonostante il contesto macroeconomico non positivo e l'effetto di alcuni avvenimenti straordinari (tra i quali SARS, crisi finanziaria dal 2008), il settore del trasporto aereo passeggeri mostrava un andamento in crescita: il numero di chilometri per passeggero pagante (RPK) ⁽⁴²⁷⁾ cresceva di oltre il 70% in valore assoluto.

Figura 7.1: Evoluzione del mercato aereo



Fonte: ICAO Airbus GMF 2014

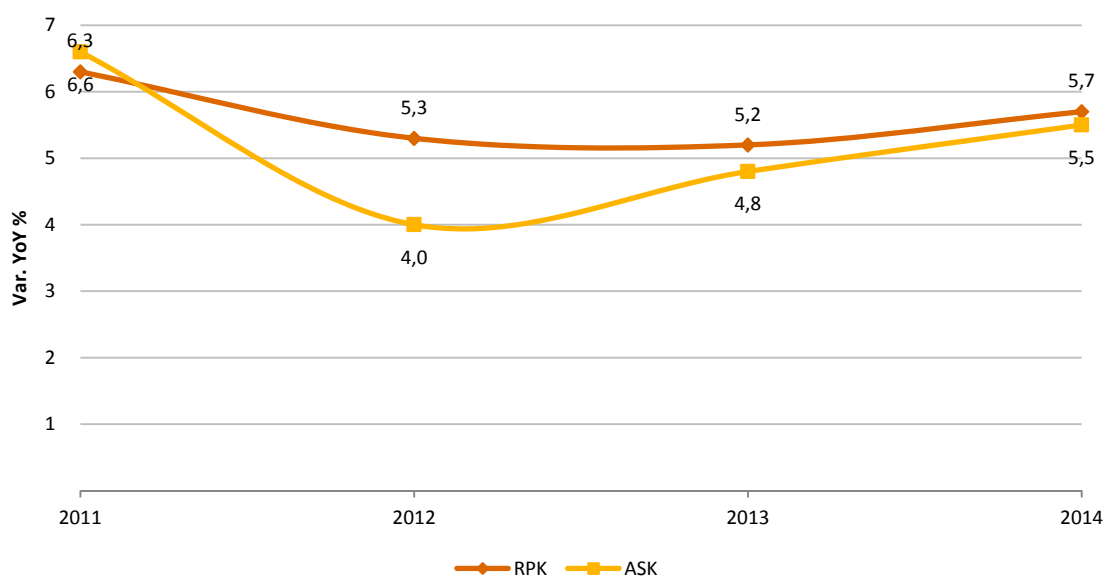
12. Nel presente paragrafo, si è provveduto ad analizzare il *trend* domanda e offerta sul mercato del trasporto aereo prendendo in considerazione il tasso di crescita (decrescita) annuo (“YoY”).
13. Focalizzandosi sul periodo 2011-2014, si evidenzia come la crescita YoY dei RPK a livello globale (si veda Figura 7.2) ed europeo (si veda Figura 7.3) sia stata continua. L'andamento dell'offerta nel medesimo periodo, espressa in termine di sedili disponibili per chilometro (ASK) ⁽⁴²⁸⁾, rifletteva lo stesso andamento osservato per la domanda, pur facendo registrare un aumento della crescita già a partire dal 2013, quindi con un anno di anticipo rispetto a quello osservato per gli RPK.

⁴²⁷ *Revenues Passenger Kilometers*: indica il numero di chilometri per passeggero pagante; tale indicatore rappresenta una *proxy* della domanda di trasporto aereo di passeggeri.

⁴²⁸ *Available Seats Kilometers*: indica il numero di posti passeggeri disponibili totali del mercato.

Figura 7.2: Andamento domanda e offerta - Global - 2011-2014

Global (Var. YoY)

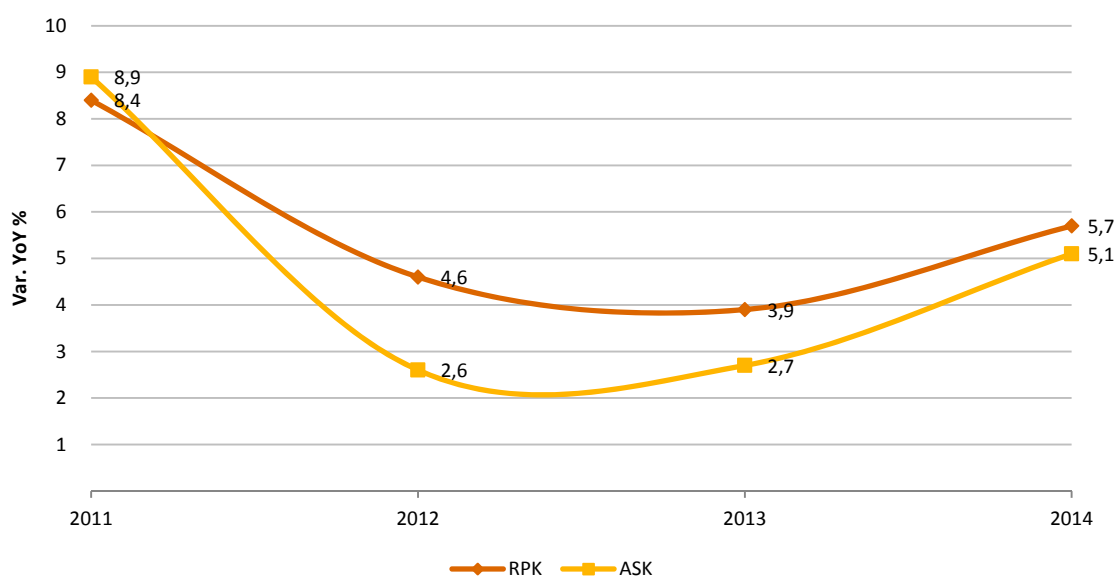


Fonte: IATA

14. In Europa, nel 2012 e nella prima parte del 2013 il *trend* di crescita aveva registrato un rallentamento per poi accelerare nel 2014 per effetto del miglioramento dello scenario macroeconomico.

Figura 7.3: Andamento domanda e offerta - Europa - 2011-2014

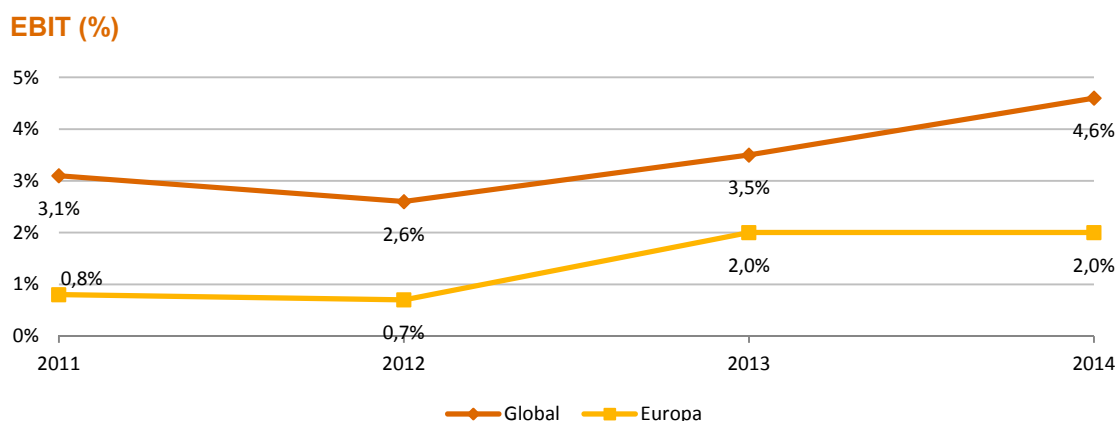
Europe (Var. YoY)



Fonte: IATA

15. A fronte della crescita di domanda e offerta, nel medesimo periodo, si era registrato anche un aumento della marginalità espressa in termini di EBIT ⁽⁴²⁹⁾. Anche con riferimento a tale grandezza la crescita registrata in Europa era stata più contenuta rispetto a quella osservata a livello globale.

Figura 7.4: EBIT % 2011-2014



Fonte: IATA

16. Tra il 2013 ed il 2014, secondo dati IATA ⁽⁴³⁰⁾, si era registrato un aumento anche del *load factor* ⁽⁴³¹⁾, con un incremento sulle rotte europee dall'80,2% all'80,8% e sulle rotte extraeuropee dal 79,5% al 79,7%.
17. All'interno dell'area europea, l'andamento del *load factor* non era stato omogeneo: Italia e Spagna, ad esempio, avevano registrato un aumento del numero di passeggeri solo a partire dal 2014 ⁽⁴³²⁾.
18. Il Piano 2015 - 2018 era stato predisposto da Etihad nel 2014, in un periodo nel quale vi era la ragionevole aspettativa di crescita del settore del trasporto aereo. La generale crescita del settore si era comunque manifestata in uno scenario di riduzione delle tariffe: a partire dal 2012 la redditività legata al trasporto passeggeri, a livello globale, aveva iniziato a ridursi anche per effetto della pressione competitiva.

⁴²⁹ *Earnings Before Interests and Taxes (EBIT)*: margine operativo netto.

⁴³⁰ *Air Passenger Market Analysis*, IATA, December 2013; *Air Passenger Market Analysis*, IATA, Dicembre 2014.

⁴³¹ Il *Load factor* rappresenta la percentuale media di riempimento degli aeromobili.

⁴³² Factbook 2014 ICCSAI; Factbook 2015 ICCSAI.

19. I vettori LCC avevano fatto osservare, nel periodo considerato, elevati tassi di crescita pur evidenziando, nel 2013, alcuni segnali di lieve rallentamento a livello europeo come di seguito meglio specificato:

- tra il 2012 ed il 2013 la lunghezza media delle rotte europee era rimasta sostanzialmente invariata a 1.240 Km ⁽⁴³³⁾ principalmente a causa del rallentamento della propensione dei LCC a nuove opportunità di crescita a fronte di una progressiva saturazione dei collegamenti già disponibili;
- nel corso del 2013 alcuni tra i principali vettori LCC avevano mostrato un rallentamento marginale della crescita del *load factor* ⁽⁴³⁴⁾;
- con specifico riferimento all'Italia nel 2013 si era registrata, per la prima volta dal 2004, una lieve riduzione della penetrazione dei vettori LCC (misurata in % sul numero dei passeggeri in partenza) ⁽⁴³⁵⁾.

20. I fenomeni di rallentamento osservati nel 2013, così come appena descritti, già alla fine del 2014 risultavano in gran parte riassorbiti. Infatti, complessivamente considerato, l'andamento del settore del trasporto aereo negli anni 2013 e 2014 mostrava una crescita trainata da un generale miglioramento dell'economia.

7.1.4 L'analisi e il confronto tra la crescita prevista nel Piano 2015-2018 per il gruppo Alitalia S.A.I. e l'andamento previsto sul mercato mondiale

21. Il Piano 2015-2018 riportava il seguente andamento del traffico passeggeri:

Tabella 7.2: Andamento RPK previsto da Piano Etihad 2015-2018

	2015	2016	2017	2018
RPK (million)	33.102	35.338	38.150	40.180
□ yoy		6,75%	7,96%	5,32%

Variazione Ricavi Passeggeri (PAX)	□ 2015-2018	CAGR
RPK (million)	21,38 %	6,67 %

Fonte: Elaborazioni effettuate a partire dall'analisi del Piano 2015-2018

La crescita del RPK nel periodo 2015-2018 era pari al +6,67% circa.

⁴³³ Factbook 2014 ICCSAI

⁴³⁴ Factbook 2014 ICCSAI.

⁴³⁵ SRS Analyser, OAG, Enac, Center for Aviation.

22. Nelle tabelle che segue sono rappresentate le previsioni (⁴³⁶) riepilogate nei *report* sul mercato dell'aviazione civile prodotti da *Airbus*, *Boeing* e IATA.

Tabella 7.3: Tasso di crescita rilevato da fonte *Airbus* e *Boeing*

Tassi crescita mercato passeggeri (% RPK)	<i>Airbus</i>	<i>Boeing</i>	IATA
Periodo	2013-2033	2013-2033	2014-2034
Totale Mondo	4,7%	5,0%	4,1%

Fonte: Elaborazioni su dati *Airbus*, *Boeing* e IATA

Tabella 7.4: Tasso di crescita rilevato da fonte *Airbus* e *Boeing* per area geografica

Mercato	Crescita annua prevista %RPK (2014-2033)	
	<i>Airbus</i>	<i>Boeing</i>
Europa	3,6%	3,9%
Nord America	2,9%	2,9%
Medio Oriente	7,1%	6,4%
Asia – Pacifico	5,7%	6,3%
America Latina	5,4%	6,2%
Africa	4,7%	5,9%
CIS	5,4%	4,4%

Fonte: Elaborazioni su dati *Airbus* e *Boeing*

Tabella 7.5: Tasso di crescita rilevato da fonte *Airbus* e *Boeing* con *focus* Europa

Flusso da/per Europa	Crescita annua prevista % RPK (2014-2033)	
	<i>Airbus</i>	<i>Boeing</i>
Europa (Nazionale e Intra-Continentale)	3,2%	3,5%
Europa <> Nord America	3,0%	3,1%
Europa <> Medio Oriente	4,7%	5,4%
Europa <> Asia Pacifico	4,4%	5,3%
Europa <> America Latina	4,0%	4,9%
Europa <> Africa	4,5%	4,9%
Europa <> CIS	5,8%	n.a.

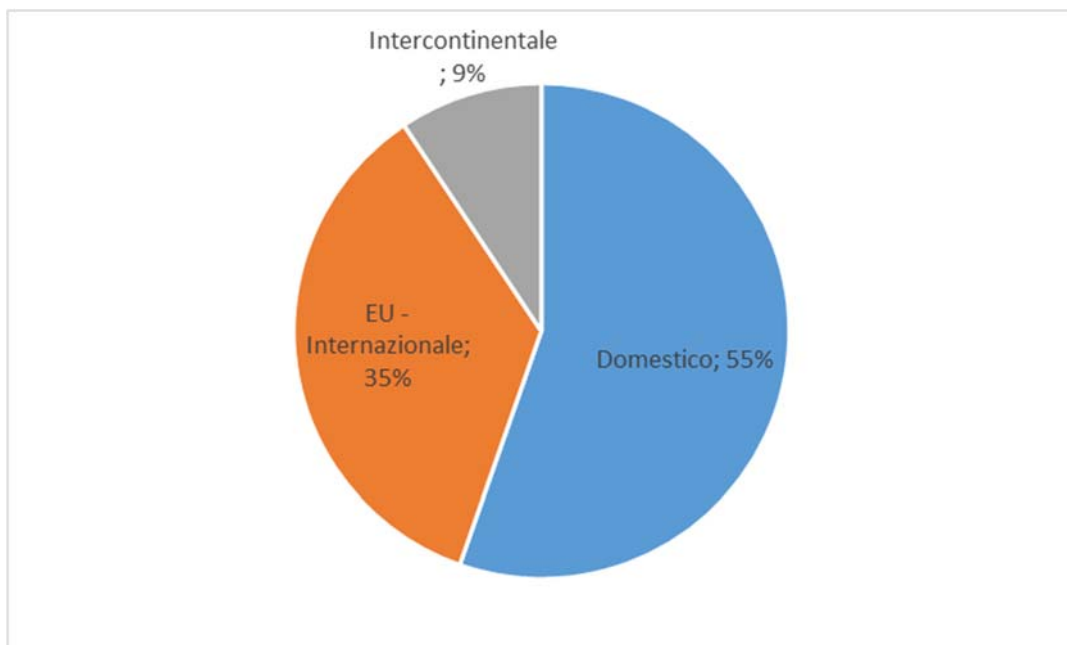
Fonte: Elaborazioni su dati *Airbus* e *Boeing*

25. Ai fini di una corretta interpretazione delle informazioni presentate nelle tre tabelle precedenti, è opportuno tenere conto che le previsioni di *Airbus*, *Boeing* e *IAIA* si riferiscono a periodi ventennali mentre il piano di Alitalia copre il periodo 2015-2018.

⁴³⁶ A supporto sono state esaminate le previsioni fornite dai principali costruttori “*Airbus*” e “*Boeing*”.

26. Occorre altresì notare che il numero di passeggeri Alitalia su rotte intercontinentali era pari al 9%, mentre il restante 91% era raggruppato sul corto-medio raggio.

Figura 7.5: Penetrazione mercato del gruppo Alitalia



Fonte: Elaborazione dati *Airbus e Boeing*

27. Nella Tabella 7.6 si nota che la focalizzazione del gruppo Alitalia sul mercato a corto e medio raggio era guidata anche dalle caratteristiche della flotta a disposizione, che disponeva di pochi aerei idonei alle tratte di lungo raggio:

Tabella 7.6: Parco aeromobili per *competitor* al 31 dicembre 2017

Tipo aeromobile	Alitalia	Lufthansa Ag	Air France SA	Swiss	KLM
Corto-Medio raggio	108	170	114	35	50
Lungo raggio	22	103	104	21	59
Totale	130	273	218	56	109

Fonte: Elaborazioni dati pubblicamente disponibili per vettori *competitor*

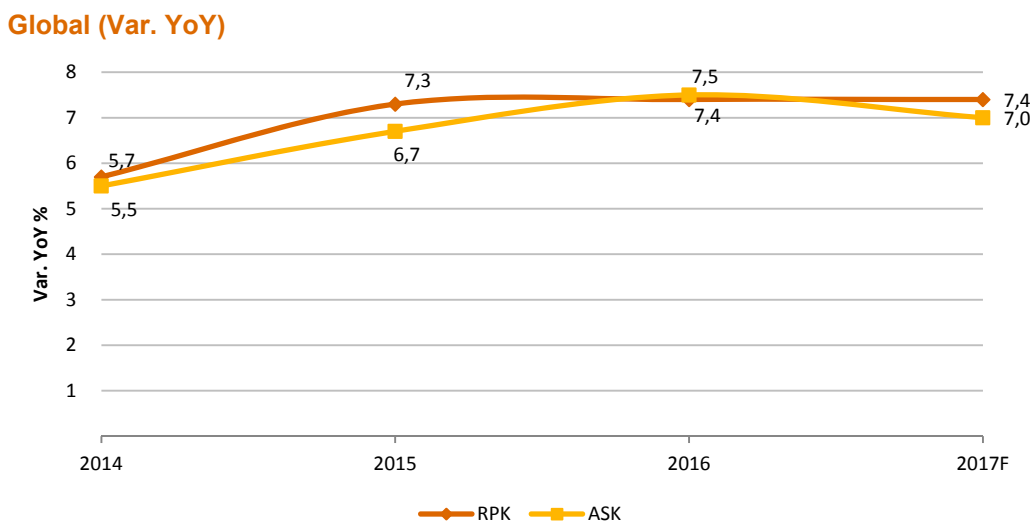
7.1.5 L'analisi e il confronto dell'andamento del gruppo Alitalia rispetto al mercato nel periodo 2014-2017

7.1.5.a La dinamica effettiva del mercato nel periodo 2014-2017

28. A partire dal 2014, e per gli anni successivi, come descritto nella Figura 7.6 il mercato del trasporto aereo passeggeri evidenziava:

- la crescita di domanda e offerta a livello globale, nonostante alcuni *shock* esterni (es.: attacchi terroristici);

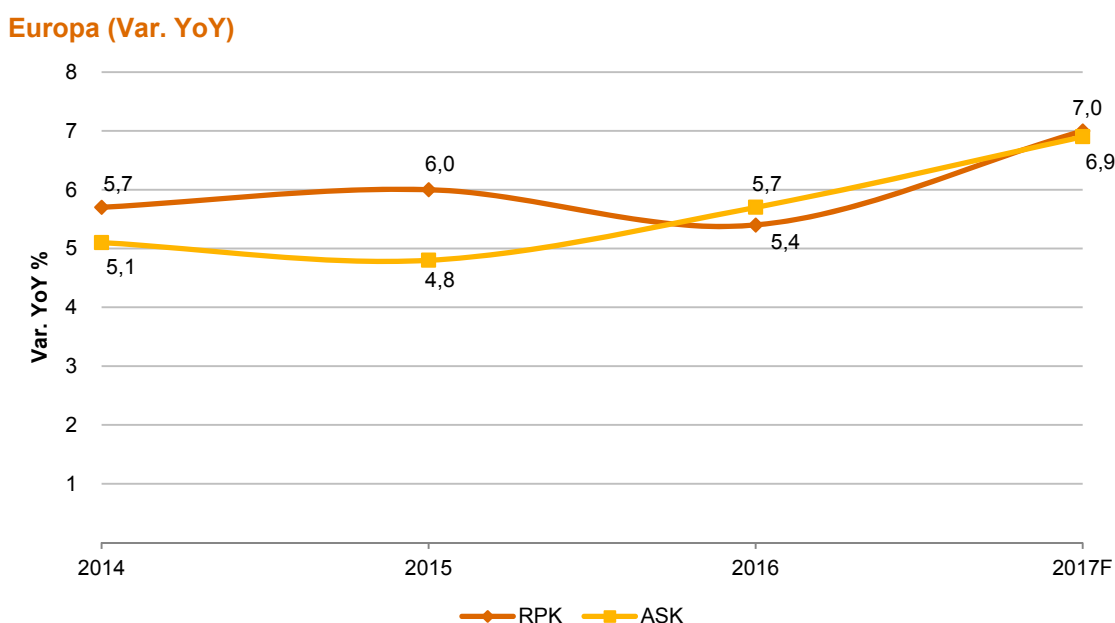
Figura 7.6: Andamento domanda e offerta – Global – 2014-2017F



Fonte: IATA

- il rallentamento a livello europeo nel 2016, in parte legato alla *Brexit* (⁴³⁷). Le aspettative per il 2017 prevedevano comunque tassi di crescita quasi in linea con quelli osservati a livello globale.

Figura 7.7: Andamento domanda e offerta – Europa – 2014-2017F



Fonte: IATA

29. Con riferimento all'andamento dell'offerta (espressa in termini di ASK) (⁴³⁸) nella Figura 7.7 si osserva per l'Europa, specularmente a quanto accaduto per i dati relativi al periodo 2011-2014, un andamento coerente con quello seguito dalla domanda globale, pur con l'anticipazione di un anno dell'accelerazione del tasso di crescita (registrata nel 2015 per l'offerta e nel 2016 per la domanda).
30. L'andamento del *load factor* (⁴³⁹) evidenzia un costante miglioramento specialmente in Europa, come riportato nella Figura 7.8. Inoltre la riduzione del costo del carburante osservata negli ultimi due anni riduceva il *load factor* necessario al raggiungimento del

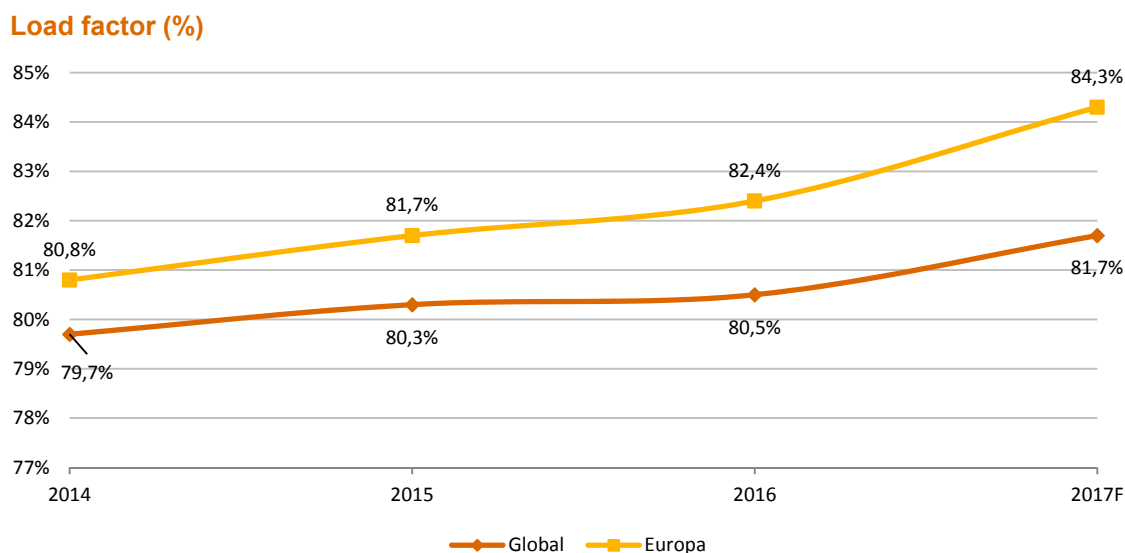
⁴³⁷ La Brexit, intervenuta nel giugno del 2016, ha esercitato effetti sul mercato dell'aviazione non ancora del tutto apprezzabili: stime IATA ipotizzano una riduzione al 2020 del numero di passeggeri nel mercato UK tra il 3% ed il 5% rispetto al caso in cui non si fosse verificata la Brexit.

⁴³⁸ Available Seats Kilometers: indica il numero di posti passeggeri disponibili totali del mercato.

⁴³⁹ Il *load factor* è il rapporto tra posti disponibili e posti venduti: indica la percentuale di "riempimento" del volo.

punto di pareggio (⁴⁴⁰). Le compagnie aeree avevano concentrato molti sforzi sul miglioramento del fattore di carico degli aeromobili. Tale *focus*, unito alla citata riduzione del punto di pareggio, dava luogo, a livello di sistema, ad un miglioramento delle *performance* economiche dei vettori europei.

Figura 7.8: Andamento *LOAD FACTOR* 2014-2017F



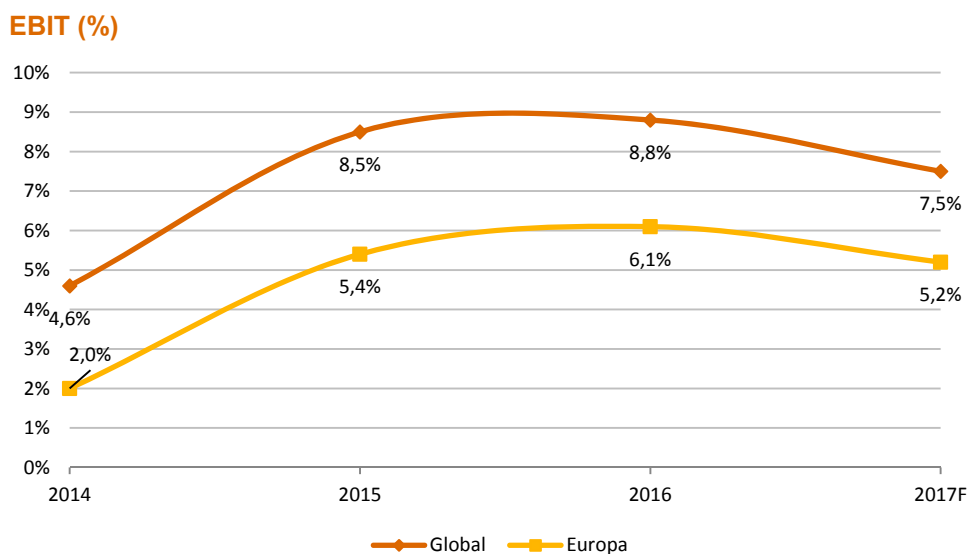
Fonte: IATA

31. La Figura 7.9 mostra che la marginalità operativa (EBIT) (⁴⁴¹) del settore faceva registrare nel 2016 un'ulteriore crescita rispetto alla *performance* già registrata nel 2015.
32. Nel 2017, invece, è stata prevista una riduzione della marginalità per effetto, in particolar modo, dell'aumento di costi non legati al carburante. La marginalità operativa osservata a livello globale risulta più elevata di quella europea per effetto dei migliori indicatori osservati in America del Nord e Asia (entrambe sopra al 10% nel 2016).

⁴⁴⁰ Il punto di pareggio è la differenza tra i ricavi sulla tratta e i costi diretti imputabili all'aeromobile. Poiché il costo del carburante è uno degli elementi di costo variabile più significativi, una variazione di tale costo ha un riflesso immediato sul punto di pareggio del volo.

⁴⁴¹ L'EBIT è rappresentato dal risultato d'esercizio al lordo degli oneri finanziari e delle imposte. Misura la redditività operativa non influenzata dalla pianificazione fiscale e dalle modalità con cui la società finanzia la propria attività.

Figura 7.9: EBIT 2014-2017F



Fonte: IATA

33. Nel periodo osservato anche la redditività per passeggero, a livello globale, aveva proseguito la sua discesa, pur con una diminuzione del tasso di decrescita rispetto all'anno precedente (⁴⁴²).

7.1.5.b Il posizionamento delle compagnie LCC nel mercato domestico ed europeo

34. Come anticipato in precedenza, nel corso del 2013 si erano osservati alcuni fenomeni di rallentamento dell'espansione dei vettori LCC. Tale fase di rallentamento si era tuttavia già esaurita alla fine del 2014.

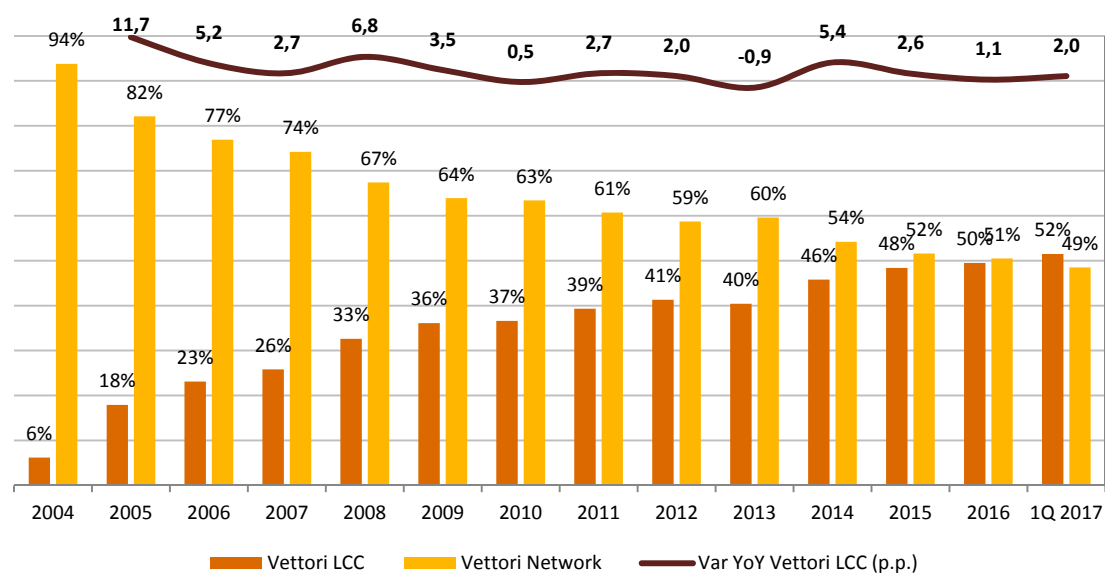
35. In Italia la crescita della quota di mercato (⁴⁴³) degli LCC aveva subito un rallentamento nel 2012, ma nel 2014 la quota di mercato era aumentata di oltre 5 punti percentuali arrivando al 46%.

36. Nei primi tre mesi del 2017 si è verificato il sorpasso, in termini di quote di mercato, dei vettori LCC sui vettori tradizionali (tra i quali è compresa Alitalia).

⁴⁴² *Economic performance of the airline industry June 2017*, IATA.

⁴⁴³ Quota di mercato espressa in % sul numero dei passeggeri in partenza dall'Italia.

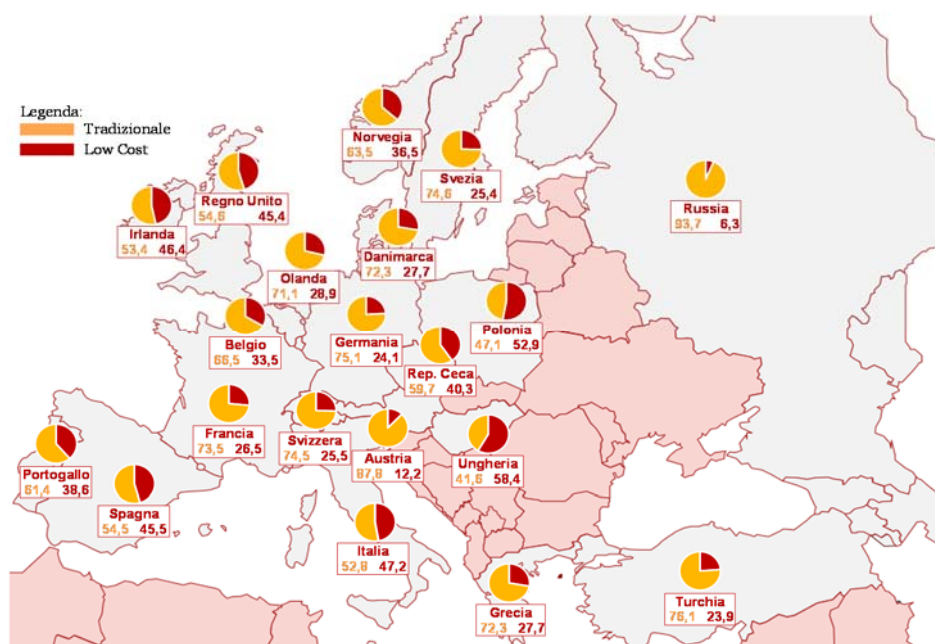
Figura 7.10: Penetrazione LCC in Italia 2004-1Q 2017



Fonte: SRS Analyser, OAG, Enac, Center for aviation

37. Stante quanto rappresentato nella Figura 7.11, l'Italia risulta essere, alla fine del primo trimestre 2017, il paese europeo con la maggior penetrazione di compagnie LCC.

Figura 7.11: Penetrazione LCC in Europa -1Q 2017



Fonte: SRS Analyser, OAG, Enac, Center for aviation

38. Tale penetrazione è stata agevolata da alcuni fattori quali:

- il numero relativamente alto di aeroporti secondari (dai quali solitamente operano le compagnie LCC) presenti in Italia;
- la possibilità, per gli aeroporti, di effettuare accordi di *co-branding* con i vettori aerei.

Mediante tale tipologia di accordi, effettuati ai sensi di apposita normativa del 2013 e che non costituiscono aiuti di stato, alle compagnie aeree vengono riconosciuti complessivamente circa Euro 40 milioni annui ⁽⁴⁴⁴⁾. Gli accordi descritti sono stati per la maggior parte utilizzati da compagnie LCC.

39. Come anticipato, i vettori LCC risultano, per loro stesse caratteristiche, principalmente focalizzati sulle tratte a breve termine: secondo alcuni dati diffusi da *Boeing* ⁽⁴⁴⁵⁾, attualmente, il 90% della capacità dei vettori LCC è concentrata su tratte a breve raggio.

40. Negli ultimi anni però, a seguito di un aumento della complessità del contesto, dell'evoluzione dei modelli di comportamento adottati dai consumatori e dall'introduzione di una nuova generazione di aerei *widebody* che consentono una maggior efficienza su tratte lunghe, si sta diffondendo anche nelle compagnie *low cost*

⁴⁴⁴ Interpellanza Camera dei Deputati 19 aprile 2017.

⁴⁴⁵ Current Market Outlook 2017, *Boeing*.

lo sviluppo di un nuovo modello di *business* dedicato ai voli *low cost* a lungo raggio: *Long Haul Low Cost Carrier* (LHLCC).

41. I voli *low cost* a lungo raggio possono essere effettuati, al momento, solo su alcune tratte molto richieste (es.: collegamenti Europa - Nord America) dove i volumi consentono, tra l'altro, l'assorbimento dei maggiori costi regolamentari tipici dei voli a lungo raggio. L'introduzione di questo modello di *business* è molto recente ed è pertanto difficile comprenderne a pieno l'effettiva redditività e sostenibilità.

7.1.5.c Gli accordi di alleanza tra i vettori

42. A completamento dell'analisi di mercato occorre accennare anche alle diverse tipologie di *partnership* tra i vettori aerei, che si sono sviluppate negli ultimi trent'anni.
43. A partire dagli anni '90 del secolo scorso si erano diffuse le alleanze tra diversi vettori (*Global Airline Alliances* o GAA) come naturale conseguenza degli accordi di *code-sharing*, già in uso a partire dagli anni '60. Il fenomeno delle alleanze era cresciuto negli ultimi decenni tanto che le tre principali *Global Airline Alliance* (*Star Alliance*, *Oneworld*, *SkyTeam*) rappresentano ad oggi circa il 50% della capacità di trasporto aereo presente nel mercato.
44. Nel corso dell'ultimo quinquennio tuttavia, tale formula di alleanza era entrata in crisi. Il numero molto alto di vettori presenti in ciascuna alleanza aveva fatto emergere alcune difficoltà quali:
- situazioni di forte sovrapposizione tra compagnie appartenenti alla medesima alleanza;
 - aumento dei vincoli derivanti dall'appartenenza all'alleanza (es.: vincoli di durata, *break-up fees*, diritti di *audit* e *governance*).
45. In risposta a tali difficoltà, alcuni vettori hanno preferito stringere accordi specifici con altri vettori. Tali accordi possono essere più semplici (es. accordi di *code sharing*) o più stringenti (es.: *joint venture* o partecipazione nell'azionariato) rispetto a quanto previsto dagli accordi di alleanza. Il vantaggio, per i vettori, risiede nel poter di volta in volta valutare la forma tecnica di *partnership* più adeguata sulla base dell'effettiva complementarità del *business*, senza la necessità di assumere gli stessi obblighi nei confronti di tutti i *partner* appartenenti all'alleanza stessa. In questo contesto si colloca la *partnership* tra Alitalia S.A.I. ed Etihad.

CAP 7.2 (pagg. 331-345)OMISSIS...

CAP. 8 E 9 (pagg. 346-395) ...OMISSIS...