

# Economia lavoro

Tempesta dopo l'annuncio di perdite per 340 miliardi

## Ora tutti fuggono dal «salotto buono» Gemina perde il 5%

Fuga dal «salotto buono». Alla riapertura del mercato azionario dopo l'annuncio delle gravissime perdite accusate nel primo semestre, la Gemina ha subito un autentico crollo, perdendo circa il 5% al termine di scambi vivacissimi. Lunga riunione alla Consob con i responsabili della Rcs. Polemiche su tempi e modi delle comunicazioni della finanziaria. Le ripercussioni sull'operazione «Supergemina». La divaricazione degli interessi in campo.

DARIO VENEZONI

MILANO. L'annuncio delle pesantissime perdite accusate della Gemina nel primo semestre dell'anno ha gettato lo scompiglio in Borsa. I titoli della società di via Turati, già pesantemente penalizzati da una forte corrente ribassista nel corso della settimana scorsa, sono stati investiti da una ondata di vendite senza precedenti che ha provocato una autentica frana nelle quotazioni. Dopo una apertura in leggera flessione, la discesa dei corsi è stata inarrestabile: -2% dopo un'ora di contrattazioni, -4 verso mezzogiorno; -4,75 alla chiusura, con punte anche superiori al 5%. In 5 giorni il crollo supera il 15%.

### Un autentico schiaffo

Per la società milanese, l'antico «salotto buono della finanza», è un autentico schiaffo. Per tutta l'operazione «Supergemina», che dovrebbe portare sotto l'ombrello della società presieduta da Giampiero Pesenti l'intero gruppo Ferruzzi-Montedison, è la sanzione di una generale, severa bocciatura da parte dei mercati.

Nel corso della sola seduta di ieri sono passati di mano qualcosa come 14 milioni di Gemina ordinaria, in una giornata di scambi più che modesti (poco più di 350 miliardi di controvalore globale). Sono volumi che non possono essere ascritti a un puro e semplice movimento speculativo, ma che testimoniano della severità del giudizio di larga parte degli operatori.

In serata i rappresentanti della Gemina e della Rcs si sono incontrati con gli uffici operativi della Consob, curiosi di chiarire una volta per tutte la genesi degli oltre 270 miliardi di perdite accusati dalla società editoriale nel primo semestre. Una riunione protrattasi per oltre 3 ore, al termine della quale nessuno dei partecipanti ha rilasciato dichiarazioni di sorta.

La stessa Consob è stata oggetto di severe critiche da parte di molti intermediari. Nei prossimi giorni si

saprà se queste osservazioni porteranno a qualche atto concreto da parte dell'organo di controllo.

### Il problema del cambio

L'annuncio delle perdite semestrali rischia di modificare la sostanza dell'operazione «Supergemina», studiata a tavolino dagli uomini di Mediobanca per limitare al massimo l'esborso di denaro e per scongiurare il rischio di dover lanciare un'OPA sulle società dell'ex impero di Raul Gardini. La Gemina, infatti, non comprerà la Ferfin, ma si fonderà con essa. In questo modo il «salotto buono» diventerà azionista della finanziaria che controlla la Montedison, potenzialmente senza sborsare una lira.

A che prezzo si farà questa fusione lo decideranno in larga misura le perizie che stabiliranno il valore delle società che si fondono. Gli azionisti Ferruzzi riceveranno in cambio delle loro quote non soldi ma azioni Gemina.

### Quanto vale Gemina?

Ecco perché la questione delle perdite può divenire cruciale in questa fase. Quanto vale infatti la Gemina? Il minimo che si può dire con sicurezza è che alla luce del nuovo «buco» scoperto nei suoi bilanci essa vale meno di quanto era lecito presupporre solo una settimana fa, quando ancora le uniche informazioni disponibili erano quelle offerte dal consiglio di amministrazione, che parlavano, per dirla una, di una previsione di 40 miliardi di utile lordo a fine anno per la Rcs (la quale, al contrario, nei soli primi 6 mesi ha già perso 270 miliardi).

Chi in Borsa aveva acquistato azioni Gemina fidandosi delle informazioni fornite agli inizi di settembre oggi deve ricredersi (e probabilmente vende).

Ma di fronte ai tanti che ritengono di averci perso, c'è anche qualcuno che probabilmente ci ha gua-

### Dollaro e finanziaria inquietano i mercati Lira ancora in attesa

Le parole di incoraggiamento espresse dal Fondo monetario internazionale circa la possibilità per l'Italia di presentarsi puntuale all'appuntamento con l'Unione monetaria europea, hanno concesso nella parte iniziale della seduta di ieri del mercato una pausa di respiro per la lira, ma il mercato è rimasto nervoso e sensibile ad ogni balzo d'umore. Così nel pomeriggio la lira ha dovuto arretrare rinunciando a parte del terreno guadagnato. La valuta italiana per diverse ore è apparsa in rialzo, recuperando quasi 10 lire sul marco rispetto alla quotazione di venerdì, ma successivamente è ridiscesa attorno a quota 1.128 sul marco (anche se in serata a New York ha un po' migliorato le posizioni). Sul clima del mercato pesano a livello internazionale gli alti e bassi del dollaro (tomato ieri pomeriggio sotto pressione) e sul piano interno le attese alla vigilia della «prova-parlamentare della finanziaria 1996».

dagnato. Si tratta degli azionisti Ferruzzi, e in particolare dei grandi azionisti, e cioè le banche creditrici del gruppo Ferruzzi. In cambio delle loro azioni, presumibilmente esse riceveranno oggi più azioni Gemina rispetto a una settimana fa. Agli azionisti della Ferfin sarà infine riconosciuto il «diritto di recesso»: potranno in sostanza decidere di non accettare il cambio con azioni Gemina, pretendendo al contrario da questa la liquidazione in contanti, che sarà stabilita sulla base dei corsi del titolo Ferruzzi nell'ultimo semestre. La Gemina ha tutto l'interesse a mantenere basso quel prezzo, al contrario dei soci di minoranza della Ferfin.

In questa divaricazione di interessi che si gioca in questi giorni la delicata partita attorno alla nascente «Supergemina». Una partita che conserva più di un lato oscuro, se è vero che il sostituto procuratore della Repubblica di Milano Francesco Greco tiene ben aperto sul suo tavolo il fascicolo dell'inchiesta. Il fascicolo si è arricchito nei giorni scorsi dell'ampia documentazione ottenuta dalla Guardia di Finanza direttamente in via Turati.



Lamberto Dini con il ministro della Finanza spagnolo Solbes a Valencia

### Salomon Brothers «Per l'Italia un rischio tassi»

Se i tassi d'interesse in Italia rimarranno ai livelli attuali, il deficit di bilancio del 1996 potrebbe essere superiore agli obiettivi fissati: il deficit tuttavia risulterà il più basso degli ultimi vent'anni in termini percentuali rispetto al prodotto interno lordo. Questa l'analisi del quadro finanziario italiano fatta dalla società di borsa britannica Salomon Brothers che in uno studio diffuso ieri parla di «poche sorprese» nella bozza di bilancio 1996 presentata di recente e di «mancanza di dettagli» per un giudizio sulle misure elaborate dal governo per la riduzione del deficit. Gli analisti della Salomon sottolineano come elementi di incertezza gli impegni per le retribuzioni nel settore pubblico, per il miglioramento dei settori della difesa e dell'istruzione e per stimolare gli investimenti al sud. Tra gli elementi di rischio mettono appunto le previsioni sulle tendenze dei tassi d'interesse.

L'agenzia di valutazioni americana vede molte incognite nel futuro del nostro paese

## Moody's: «Attenti all'inflazione»

L'agenzia americana di valutazioni Moody's giudica positivamente gli ultimi sviluppi della situazione economico-finanziaria italiana ma vede molti punti interrogativi nel suo futuro. Il rischio principale resta legato, per Moody's, al persistere di un serio fenomeno inflazionistico che potrebbe portare a nuove crisi valutarie. La vera incognita, secondo l'agenzia, è comunque legata alla politica che adotterà il governo post elettorale.

NOSTRO SERVIZIO

WASHINGTON. Alla vigilia della tradizionale sessione autunnale del Fondo monetario internazionale, e in coincidenza con la presentazione al Parlamento della legge finanziaria per il prossimo anno, l'economia italiana torna sotto il microscopio delle più importanti società di analisi internazionali. Accanto all'elaborazione dei dati a disposizione si moltiplicano anche le previsioni che naturalmente si appoggiano su precisi presupposti politico-economici.

### Scenario di medio termine

Secondo Moody's, che ha diffuso ieri i suoi studi, lo scenario di medio termine per l'economia italiana è «relativamente brillante», ma a condizione che i futuri governi «politici» sappiano rimettere mano con incisività alla riforma delle pensioni e si comportino sul fronte del bilancio con lo stesso senso di responsabilità degli esecutivi «tecnici» di Ciampi e Dini.

E questo il quadro di fondo tracciato dalla famosa agenzia di «rating» (analisi dei rischi e classifica-

zare i tassi d'interesse, frenando la ripresa dei consumi interni).

Al rapporto, firmato dagli analisti Vincent Truglia, Nina Ramondelli e David Levey e diffuso ieri a New York, non fa riscontro alcun mutamento del «voto» di Moody's sul debito sovrano dell'Italia, che non era sotto osservazione e resta dunque invariato al livello cosiddetto di «A1». Nel «fotografare» la performance dell'economia italiana nel 1994 e nel 1995, il documento sottolinea i progressi sul fronte della finanza pubblica: nonostante sia «ancora piuttosto alto rispetto a gran parte dei paesi industrializzati», il disavanzo di bilancio sarà pari a fine anno al 7,4 per cento del prodotto interno lordo, leggermente al di sotto di quanto previsto dal governo. Nel 1996, con il probabile passaggio di mano dal governo «tecnico» ad uno «politico», sarà più difficile «mantenere lo stesso grado di austerità»: il rapporto deficit/Pil, secondo Moody's, si attesterà intorno al 6 per cento, un livello di poco superiore alle attuali stime dell'esecutivo (5,85 per cento). Quanto al rapporto debito pubblico/Pil, all'inversione di tendenza del 1995 farà seguito il prossimo anno un altro lieve calo, che lo riporterà ai livelli del 1993.

### Conti pubblici e Sme

«Queste previsioni - sottolinea Moody's - sono basate sull'ipotesi che il prossimo governo continuerà ad agire in modo responsabile in tema di conti pubblici. In caso di significativi cambi di rotta, dovranno essere corretti».

Moody's intravede un «potenziale effetto negativo» in un rapido rientro della lira nello Sme: «Esso libererebbe temporaneamente futuri governi - osserva - da quella disciplina imposta dai mercati che ha finora giocato un ruolo chiave. Ogni volta che deviazioni nelle strategie sono sembrate minacciare l'austerità di bilancio, infatti, il tasso di cambio della lira si è deprezzato, innescando forti ripercussioni politiche. Il rientro nello Sme, almeno nel breve termine, ridurrebbe il potere delle forze di mercato sulla politica economica interna, aumentando il rischio di una politica di bilancio più morbida».

Al di là delle incertezze che tuttora gravano sulla situazione politica (ed in particolare sulla data delle elezioni), il grande «nodo» da sciogliere nel medio e lungo termine è quello delle pensioni. La riforma Dini - dice Moody's - è un passo avanti e rappresenta un punto di riferimento per il futuro, «ma resta molto generosa se vista in un contesto internazionale». Occorrono ulteriori interventi: «Se il processo di riforme del sistema non progredisce o è interrotto, gli scenari per il Paese saranno assai meno rosei».

### Nel '96 crescita sostenuta

Moody's prevede una crescita economica del 3,1 per cento nel 1995 e del 3,2 per cento nel 1996, un tasso di disoccupazione rispettivamente dell'11,2 e del 10,5 per cento ed un surplus commerciale di 54.600 miliardi quest'anno e di 47.700 miliardi nel '96.

Le soluzioni introdotte nella legge sui Fondi pensione con riferimento ai soggetti gestori di risorse e ai soggetti prestatori di rendite sembrano rispondere ad un identico principio generale: quello di incentivare la concorrenza tra operatori con diversa funzione istituzionale.

Quanto ai gestori risulta confermata la possibilità per una pluralità di soggetti - banche, compagnie di assicurazione, Sim e fondi comuni - di gestire le risorse dei Fondi. La bontà dei risultati discendenti dalle scelte di investimento delle risorse potrà influenzare con il tempo l'importanza delle rispettive posizioni di presenza nel mercato.

La stessa filosofia sembra reggere la soluzione adottata per l'erogazione delle prestazioni, per le quali si avranno in concorrenza tra loro, da un lato gli stessi Fondi pensione che, previa autorizzazione e copertura assicurativa, potranno erogare vitalizi, dall'altro le compagnie di assicurazione istituzionalmente abilitate ad assumere i rischi connessi a tale attività. Con il tempo, potranno individuarsi nel mercato gli orientamenti prevalenti nella scelta di Fondi o delle compagnie. È plausibile ipotizzare che peseranno nella scelta le dimensioni degli uni e delle altre, la

## Fondi pensione, come si controlla?

GIANNI MANGHETTI

loro professionalità nella gestione: quindi di nuovo i loro risultati.

Come è noto, tale scenario concorrenziale è incentrato su più soggetti sarà controllato nella sua operatività per la gestione tecnica, patrimoniale e finanziaria da più autorità di vigilanza, ognuna competente per la propria area istituzionale: la Banca d'Italia per le banche; l'Isvap per le compagnie di assicurazione; la Banca d'Italia e la Consob per le Sim e i Fondi comuni; infine, la Commissione di vigilanza - che unisce alle sue più generali funzioni anche compiti ispettivi - per i Fondi pensione. Eppure, nonostante la pluralità di autorità di vigilanza, l'obiettivo istituzionale è lo stesso: garantire i lavoratori, a mezzo dei controlli sopra indicati, che la loro copertura previdenziale complementare avvenga nei termini previsti dalla legge.

Ebbene, ne discende che a garanzia dei risparmiatori e degli assicurati sembra opportuno e necessario evitare che si instauri, al

pari degli operatori, una concorrenza anche tra i diversi organismi di vigilanza. Ciò al fine di impedire che soggetti, pur istituzionalmente differenziati, per le funzioni loro comuni abbiano di fatto sia difformi contenuti di vigilanza (al di là di quelli già previsti dalla legge) sia soprattutto certezze di vigilanza più o meno ampie in relazione alle

diverse autorità preposte. Sarebbe assurdo che nel mercato la scelta dei gestori e degli erogatori di rendite venisse condizionata, anziché dal confronto dei risultati di gestione, dai diversi modi e dalla diversa affidabilità di vigilanza.

In altri termini, la vigilanza regolamentare, ispettiva e informativa delle autorità preposte, da un lato

### Sarà un affare da 70.000 miliardi

Secondo il sottosegretario alle Finanze, Franco Caleffi, se i salari reali cresceranno dell'1% l'anno si può stimare che i Fondi pensione arrivino a raccogliere 1.000 miliardi nel '96, 6.600 nel 2000 e 11.000 nel 2005. In un decennio, sempre a detta del sottosegretario che ha tenuto una conferenza alla cattolica di Milano, ai prezzi di oggi risulterebbero disponibili 60/70 mila miliardi in grado di contribuire alla stabilità dei mercati finanziari. Caleffi ha anche ribadito l'impegno per un riordino delle tassazioni delle attività finanziarie, obiettivo solo in parte anticipato nella recente finanziaria. «Abbiamo fatto qualche passo avanti - ha detto - ma puntiamo ancora ad una esenzione per i non residenti, paradisi fiscali esclusi».

deve evitare di creare differenze di vincoli e costi a carico dei differenti operatori, dall'altro deve assicurare uniformità di comportamenti e soprattutto uniformità di giudizio sui fatti esaminati. In tutto il Paese per tutti i soggetti convenzionati a gestire o a erogare prestazioni, per tutti i lavoratori di piccole e grandi imprese, liberi professionisti e non, non possono che valere le stesse certezze di vigilanza, a prescindere dall'organo incaricato di provvedere al controllo.

È vero, Banca d'Italia, Isvap e Consob hanno alle spalle storie, strutture ed esperienze diverse, è altrettanto vero che la Commissione di vigilanza nasce adesso. Tuttavia, tali diverse configurazioni di autorità abilitate a vigilare sulla stessa materia per lo stesso fine non possono che spingere ad accelerare forme attive di collaborazione e coordinamento dell'attività complessiva di controllo. Il fine di «accrescere l'efficacia dell'azione di controllo», del resto già spiccatamente

dalla legge, potrà essere meglio conseguito ove tra le diverse autorità si instaurino scambi di informazione tesi a fare elevare il livello dell'attività complessiva di una vigilanza da concepire quindi in modo omogeneo.

Così, ad esempio, tali scambi saranno necessari per definire i criteri e modalità omogenee per la comunicazione ai Fondi pensione dei risultati. Le comunicazioni e quindi i risultati dovranno essere confrontabili tra di loro a prescindere dalla qualità dei soggetti gestori che li hanno realizzati. Così ancora, la definizione degli schemi tipo di contratti fra Fondi e gestori richiederà che le intese tra organismi avvengano in modo coordinato. Analogo coordinamento richiederà l'attività ispettiva quando riguarderà il controllo sulle banche depositarie che affiancano soggetti diversi dalle banche.

Non mancheranno, certo, le aree sulle quali la collaborazione potrà svilupparsi fattivamente (trasparenza, schemi tipo contratti, attività ispettiva, ecc.) ed è indubbio che più essa si svilupperà più i lavoratori-assicurati potranno essere accompagnati da maggior sicurezza per il loro futuro previdenziale. \*consigliere Isvap

## MERCATI

BORSA	
MIB	974 - 0,1
MIBTEL	9.825 - 0,87
MIB30	14.531 - 0,97
IL SETTORE CHE SALE DI PIÙ	
MIB TESSILI	1,72
IL SETTORE CHE SCENDE DI PIÙ	
MIB MIN-MET	- 1,65
TITOLO MIGLIORE	
MARZOTTO RNC	5,39
TITOLO PEGGIORE	
FERRINI W II	- 18,92
LIRA	
DOLLARO	1.609,99 - 1,68
MARCO	1.122,73 - 9,46
YEN	15.991 - 0,33
STERLINA	2.550,22 - 3,78
FRANCO FR	325,94 - 2,00
FRANCO SV	1.394,17 - 10,34
FONDI INDICIAZIONARI %	
AZIONARI ITALIANI	0,24
AZIONARI ESTERI	0,16
BILANCIATI ITALIANI	0,14
BILANCIATI ESTERI	0,08
OBBLIGAZ ITALIANI	- 0,11
OBBLIGAZ ESTERI	0,01
BOT RENDIMENTI NETTI %	
3 MESI	5,75
6 MESI	5,95
1 ANNO	6,31