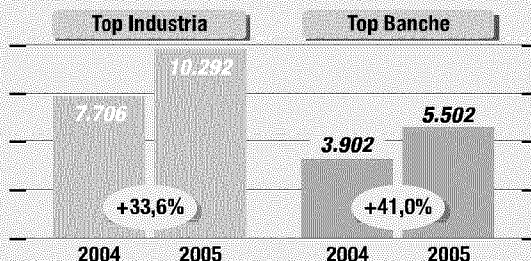


BILANCI / R&S-IL SOLE 24 ORE

Industria e credito, utili in forte crescita

■ Risultato netto al 30 giugno 2005 (in mln €)



■ Salgono i margini di industria e credito nel primo semestre. Forte apporto dell'energia.

ANALISI DEI BILANCI R&S-IL SOLE 24 ORE / IL SEMESTRE AL 30 GIUGNO 2005

La grande industria sorpassa i servizi

L'Ebit aggregato dei gruppi industriali quotati in Borsa supera quello delle imprese terziarie - Essenziale il contributo dell'Eni

PER SAPERNE DI PIÙ

Mediobanca e R&S su Internet
www.mbres.it

Sanpaolo-Imi è il primo istituto
 per «free capital» con 5 miliardi

Diminuisce
 il totale
 dei debiti
 finanziari
 ma aumentano
 gli interessi
 passivi

DI GIUSEPPE ODDO

I gruppi industriali dell'indice di Borsa S&P-Mib hanno chiuso il primo semestre 2005 con risultati aggregati positivi. Nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, le principali voci di bilancio del Top Industria sono risultate tutte in crescita: +11,2% il giro d'affari (+9,9% a valori omogenei); +14,6% il margine operativo netto o Ebit; +17,7% il risultato corrente, grazie anche al calo del saldo negativo tra oneri e proventi finanziari; +33,6% l'utile netto, nonostante un incremento di imposte

di poco inferiore al 22 per cento. Il Roe (il rendimento del patrimonio netto) è aumentato di oltre due punti e mezzo.

Profitti edulcorati.

Ad abbellire in una certa misura i conti dell'aggregato hanno tuttavia contribuito i principi contabili internazionali, gli Ias, che quasi tutti i gruppi dell'aggregato, a eccezione di Bulgari e Fastweb, hanno già adottato. Che gli Ias tendano a far luccicare i risultati delle aziende è peraltro dimostrato dalle riclassificazioni pro-forma dei bilanci al 31 dicembre 2004, effettuate con i principi internazionali, che hanno determinato aumenti di utili di un miliardo per Telecom, di 300 milioni per Autostrade, di circa 200 per Seat, di altrettanto per Edison, di circa 60 per Italcementi e di quasi 50 per Mediaset.

Un contributo al miglioramento del risultato aggregato è venuto, questa volta, anche dalla Fiat. Il rendiconto del Lingotto è passato,

infatti, dalla perdita all'utile grazie alla plusvalenza da 1,1 miliardi per l'annullamento del *master agree-*

ment con General Motors. E altri 410 milioni di plusvalenza sono stati contabilizzati da Telecom, per la cessione di Tim Hellas.

Cane a sei zampe superstar.

L'incremento del fatturato e del margine operativo netto del Top Industria è stato invece influenzato, in modo particolare, dall'Eni, i cui conti hanno beneficiato della crescita della produzione giornaliera di idrocarburi e dei ripetuti e marcati aumenti di prezzo del barile. L'Ebit della compagnia petrolifera ha compiuto un balzo del 43%, mentre quelli di Enel e Telecom hanno subito un calo rispettivamente dell'8,2 e dell'1,2 per cento. Nel caso del gigante elettrico, l'arretramento è imputabile sia all'aumento del costo dei combustibili, sia ai minori margini sulla vendita e il trasporto di energia.

I gruppi più propriamente industriali, nel semestre, hanno battuto a livello di Ebit le società di servizi. È la prima volta che l'indice delle imprese industriali supera quello delle imprese terziarie (grafico in alto). Ma a fare la parte del leone sono stati, come sempre, i gruppi dell'energia. Gli industriali non energetici,

e in particolare ST (semiconduttori), hanno registrato un peggioramento dell'Ebit.

La spina nel fianco. L'indebitamento finanziario del Top Industria è diminuito dell'1,2%, a 148 miliardi. I debiti hanno rappresentato il 115% dei mezzi propri dell'aggregato. Ciononostante, gli interessi passivi al netto di quelli attivi sono risultati in aumento, nel semestre, del 2,1 per cento. Per due motivi: per

l'effetto dei derivati sui tassi e per i maggiori costi dei finanziamenti espressi in dollari.

Accanto a società quali Mediaset, ST, Bulgari, Rcs, Fastweb, Eni, che hanno pochi debiti in rapporto al patrimonio, ve ne sono altre in condizioni diametralmente opposte. Fiat, pur avendo migliorato il conto economico riducendo le perdite dell'auto, ha registrato al 30 giugno 2005 un debito finanziario totale di 31,7 miliardi, pari a oltre cinque volte il suo patrimonio netto. L'indebitamento comunicato dalla società, al netto dei crediti e della voce "cassa, banche e titoli", è risultato pari, invece, a 23,7 miliardi.

Il debito di Telecom, di 50,8 miliardi, ha risentito degli effetti dell'Opa sulla Tim, che ha richie-

sto finanziamenti per 11,3 miliardi, di cui 2,3 rimborsati in febbraio. Per ogni centesimo di patrimonio, Telecom possiede quasi due centesimi di debito, anche se al netto dei crediti e della voce "cassa, banche e titoli" l'indebitamento scende a 44 miliardi.

Tra le società con un rapporto *debt-equity* molto squilibrato vanno inoltre segnalate Seat, Autogrill e Autostrade, che però possono contare, come in parte Telecom del resto, su ricchi margini industriali frutto di posizioni dominanti.

Luci e ombre del credito. I bilanci dei gruppi bancari, dal canto loro, oscillano tra ricavi e utili in aumento e una massa elevata di crediti dubbi, sia pure calante. I crediti dubbi (l'insieme dei crediti in sofferenza, incagliati e ristrutturati) rappresentavano al 30 giugno il 3,8% dei crediti totali verso la clientela, con punte superiori al 7% per Capitalia e AntonVeneta. Senza contare i crediti scaduti: gli sconfinamenti superiori ai 180 giorni. Per Banca d'Italia tali crediti andrebbero annoverati tra quelli di dubbia esigibilità. Ma l'unica grande banca a rispettare la regola, per il momento, è il Sanpaolo-Imi.

A livello economico, i grandi istituti dell'indice Mediobanca 30 hanno accresciuto il margine d'intermediazione del 5,6% e hanno ridotto del 13,4%

le perdite su crediti. La banca che ha registrato il maggior incremento assoluto dei ricavi da commissioni è stata Intesa, che insieme a UniCredit ha anche ottenuto l'aumento più consistente del margine d'interesse. Il gruppo che invece ha ridotto in modo più vistoso le perdite su crediti è Capitalia, con -184 milioni nel semestre, mentre Popolare Italiana le ha incrementate di 243 milioni (cifra comprendente 132 milioni di

erogazioni alla Magiste, garantiti da azioni quotate).

Crescita dei ricavi, minori perdite su crediti e dimezzamento delle poste straordinarie hanno posto le basi per un incremento dell'utile netto del Top Banche superiore al 40 per cento. I risultati netti di Intesa, Bnl e Sanpaolo-Imi sono cresciuti di questo ordine di grandezza, mentre l'utile del Monte dei Paschi ha fatto un balzo del 54 per cento. L'UniCredit ha dovuto accontentarsi, invece, di un +24%, pur avendo mantenuto la palma di banca più redditizia, con un Roe del 20,6 per cento.

Dati disomogenei. La parziale adozione dei principi Ias da parte delle banche rende tuttavia disomogenei e poco confrontabili i dati dei singoli istituti. Intesa, Mps, Bnl, Bpu e Sanpaolo-Imi dispongono di dati omogenei tanto per il conto economico quanto per lo stato patrimoniale. I dati di Banca Lombarda, Popolare Italiana, Popolare di Milano e Banco Popolare di Verona e Novara sono confrontabili solo a livello patrimoniale; quelli di Capitalia lo sono solo a livello di conto economico; mentre AntonVeneta, UniCredit e Mediobanca non hanno ancora applicato i principi Ias ai rispettivi bilanci.

Gli Ias hanno comunque determinato un vistoso aumento del *free capital* (il capitale libero che può essere destinato ad acquisizioni), passato da -6,9 miliardi a fine 2004 a +8 miliardi alla metà del 2005. In cima alla classifica brilla il Sanpaolo-Imi, con 5 miliardi di *free capital*, seguito da Intesa con oltre 2,9 miliardi, da Mediobanca con 1,9, da UniCredit e Banco di Verona e Novara con poco più di un miliardo ciascuno e da Bpu e Popolare Milano, ognuna con quasi 950 milioni. Restano pesantemente negativi i *free capital* di Popolare Italiana (-2,26 miliardi), Capitalia (-2 miliardi) e AntonVeneta (-1,6 miliardi).

Istituti a confronto

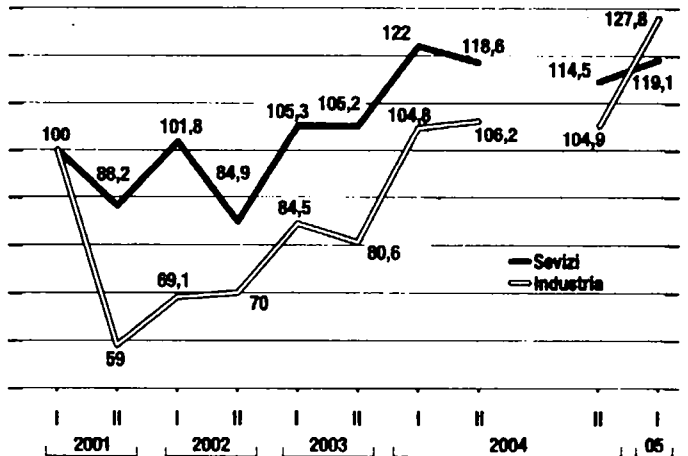
Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa situazione al 30 giugno 2005

	Risultato corrente *		Crediti v / Clienti	
	Min di €	Var. % sul 2004	mln di €	Var. % su 31/12/04
UniCredit (1)	2.126	15,4	149.480	6,4
Intesa	1.984	39,0	159.507	—
SanpaoloImi	1.513	24,9	132.443	4,9
Mediobanca (1)	292	87,2	17.523	2,4
Capitalia	834	64,5	80.386	5,2
Bnl	423	41,5	61.327	2,4
Banca Antonveneta (1)	268	-6,3	34.422	-2,0
BancaMps	659	58,0	80.252	4,7
BPU	504	32,6	45.747	-1,3
BP Verona Novara	465	16,3	38.735	5,9
Banca Pop Italiana	-246	n.c.	28.480	6,9
Banca Pop Milano	283	126,4	20.937	4,8
Banca Lombarda	242	4,8	27.557	4,1
Totale banche	9.347	23,8	876.796	3,5

NB: principi IAS/IFRS se non diversamente specificato. (*) Ricavi operativi — costi di gestione — perdite su crediti. (1) Pre-IAS.

Gli effetti della congiuntura

Andamento semestrale del margine operativo netto (Ebit) del Top Industria; Numeri indici, base I semestre 2001=100



Nota: dal II semestre 2004 dati riclassificati a seguito dell'adozione dei principi Ias-Ifrs

Top industria

I risultati nel primo semestre

	6 mesi (mln di €)			6 mesi (% del fatturato)		
	2004	2005	Variaz. %	2004	2005	Variaz.
Fatturato netto	101.429	112.789	11,2	100,0	100,0	—
Costi di gestione	85.120	94.104	10,6	83,9	83,4	-0,5
Margine operativo netto	16.309	18.685	14,6	16,1	16,6	0,5
Oneri e proventi finanziari	-1.958	-1.797	-8,2	-2,0	-1,6	0,4
Risultato corrente	14.351	16.888	17,7	14,1	15,0	0,9
Saldo altri costi e ricavi	-229	1.222	n.c.	-0,2	1,1	1,3
Imposte	-6.416	-7.818	21,9	-6,3	-7,0	-0,7
Risultato netto	7.706	10.292	33,6	7,6	9,1	1,5
Roe	16,2	18,8	2,6 (punti)			

	al	al	Variaz. %	Principali imprese (var. % 2004-2005)	
	31/12/04	30/06/05		Fatturato (omogeneo)	Risultato netto
Patrimonio netto degli azionisti	106.135	119.827	12,9		
Patrimonio netto delle minoranze	10.819	8.949	-17,3		
Debiti finanziari	150.174	148.303	-1,2	Eni	8,8 29,1
Totale capitale	267.128	277.079	3,7	Fiat	6,0 n.c.
Debiti finanziari/Patrimonio netto in %	128,4	115,2		Enel	12,3 -19,1
Mezzi di terzi/PN degli azionisti in %	151,7	131,2		Telecom Italia	5,0 81,3
Disponibilità e titoli negoziabili	26.011	21.509	-17,3		

NB: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nei Top industria. Il margine operativo netto (c.d. ebit) corrisponde alla differenza tra ricavi e costi della gestione tipica, compresi gli ammortamenti. Oneri e proventi finanziari comprendono i risultati netti pro-quota di consociate valutate al patrimonio netto.

Top banche

I risultati nel primo semestre

	6 mesi (mln di €)			6 mesi (% dei ricavi)		
	2004	2005	Var. %	2004	2005	Var.
Margine d'interesse	13.537	14.153	4,6	52,0	51,5	-0,5
Commissioni nette	8.659	9.134	5,5	33,3	33,2	-0,1
Altri ricavi	3.830	4.204	9,8	14,7	15,3	0,6
Totale ricavi (mar. d'intermediazione)	26.026	27.491	5,6	100,0	100,0	—
Costi operativi	-15.874	-15.889	0,1	-61,0	-57,8	3,2
Perdite su crediti	-2.604	-2.255	-13,4	-10,0	-8,2	1,8
Risultato corrente	7.548	9.347	23,8	29,0	34,0	5,0
Saldo altri costi e ricavi	-998	-585	-41,4	-3,8	-2,1	1,7
Imposte	-2.648	-3.260	23,1	-10,2	-11,9	-1,7
Risultato netto	3.902	5.502	41,0	15,0	20,0	5,0
Roe	10,3	14,4	4,1 (punti)			

	al	al	Var. %	Principali istituti (var. % 2004-2005)	
	31/12/04	30/6/05		Marg. d'int.	Ris. netto
Impieghi verso la clientela	847.386	876.796	3,5		
Raccolta diretta da clientela	953.259	984.765	3,3	UniCredit *	7,7 24,0
Raccolta indiretta da clientela	629.774	658.427	4,5	Sanpaoloimi	4,5 41,7
Patrimonio netto (inclusi terzi)	84.941	86.338	1,6	Intesa	9,0 40,0

NB: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società le cui controllanti sono incluse nell'indice Mediobanca 30. I costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il Roe è stato calcolato su base annua. (*) Pre-las

Gruppi sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa situazione al 30 giugno 2005

	Risultato corrente *		Debiti finanziari	
	Min di €	Var. % sul 2004	Min di €	% su Capitale netto
Eni	8.302	42,6	11.693	31,7
Enel	2.444	-8,6	18.121	93,3
Telecom Italia	3.096	5,8	50.762	196,9
Autostrade	468	5,9	9.691	325,3
ST (1)	45	-81,3	1.551	22,7
Mediaset	741	7,7	534	17,2
Luxottica (1)	273	15,2	2.055	119,8
Edison	212	-24,6	5.410	84,2
Finmeccanica	185	-21,9	2.971	65,3
Fiat	17	n.c.	31.689	517,5
Pirelli & C.	282	72,0	3.241	59,4
RCS MediaGroup	125	140,4	302	28,4
Fastweb (2)	-107	n.c.	535	30,7
Seat	63	-38,8	3.812	487,5
Autogrill	90	28,6	1.394	363,0
Bulgari (2)	35	-10,3	156	26,4
Lottomatica	145	16,0	375	146,5
Italcementi	290	-16,2	2.776	73,7
Mondadori	85	2,4	656	144,5
L'Espresso	97	2,1	579	115,8
Totale industriali	16.888	17,7	148.303	115,2

NB: principi IAS/IFRS se non diversamente specificato. (*) Margine operativo netto -oneri finanziari netti +/- risultati pro-quota di consociate valutate al patrimonio netto. (1) US GAAP; (2) Pre-IAS.

GLOSSARIO

IAS

Acronimo di International accounting standards. Si tratta dei principi contabili adottati internazionalmente che definiscono il trattamento in bilancio di particolari tipi di transazioni o eventi. Per esempio: l'acquisizione di una società, la valutazione di strumenti finanziari e così via. Sono stati messi a punto dallo IASB, l'International accounting standards committee. Differiscono dai principi civilistici europei (all'interno dei quali quelli italiani sono emanazione del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e del Consiglio nazionale dei ragionieri) generando elementi di disomogeneità dei bilanci redatti da società aventi sede in aree diverse. Il Parlamento europeo s'è proposto di migliorare la comparabilità dell'informativa finanziaria pubblicata dalle società quotate, per favorire il

completamento del mercato interno dei servizi finanziari. A tale scopo ha emanato un regolamento (il n° 1.606 del 2002) per introdurre i principi contabili internazionali.

IFRS

Acronimo di International financial reporting standards. È la nuova denominazione dei principi contabili internazionali (ex IAS), ora emessi dallo IASB. L'applicazione di tali principi è stata disposta dall'Unione europea per i bilanci (relativi ad esercizi finanziari aventi inizio il 1° gennaio 2005 o successivamente) di società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi stato membro.

IASB

Acronimo di International accounting standards board, l'organismo che emana i principi IAS-IFRS. Esso è operativo dal 2001, quando ha preso il posto dello IASB, a sua volta nato nel 1973 a seguito di accordi tra le associazioni di contabili di alcuni Paesi (Australia, Canada,

Francia, Germania, Giappone, Gran Bretagna, Messico, Olanda, Irlanda e Usa). Lo IASB ha sede a Londra. È composto da 14 membri — di cui almeno 5 debbono essere revisori contabili — che operano in una struttura denominata International accounting standards foundation, costituita da 22 trustees.

FOCUS ■ Dalla black list della Consob transitate 32 società, di cui solo due uscite per avvenuto risanamento

Tra default e salvezza in bilico 19 azioni

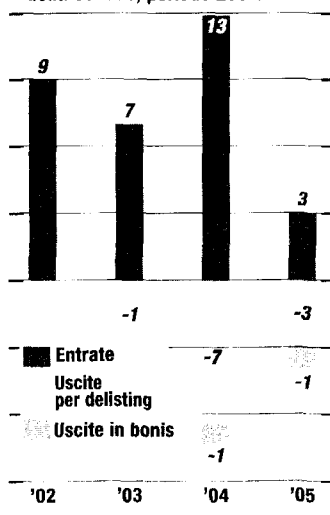
Le più esposte tra le imprese sotto osservazione sono Centenari & Zinelli, Alitalia, Ngp, Pagnossin e Vemer

La lista nera

Società	Quotazione	Ingresso in black list
Alitalia	apr-86	giu-04
Algol	giu-01	giu-05
Roma	mag-00	ott-03
Centenari & Zinelli	gen-69	gen-05
Chl	giu-00	nov-02
Cit	nov-02	ott-04
Finarte	ago-90	feb-04
Gim	gen-82	apr-04
I viaggi del Ventaglio	mag-01	mar-05
Part. Italiane (ex Necchi)	ago-85	nov-02
Olcese	1908	nov-02
Montefibre	1924	giu-04
Innotech (ex Elios Holding)	gen-91	giu-04
Lazio	mag-98	nov-02
Ngp	mar-03	giu-04
Pagnossin	dic-95	giu-04
Richard Ginori	dic-98	giu-04
Smi	1897	apr-04
Vemer	lug-99	nov-04

Ingressi e uscite

Numero delle società entrate ed uscite dalla black list della Consob; periodo 2002/05



Il peso dei debiti

Rapporto debiti finanziari-patrimonio netto, dati in %

	31/12/04	30/06/05
Roma	3,5	11,8
Chl (capogruppo)	52,0	33,6
Montefibre	50,0	53,2
Finarte	37,6	63,4
Partecipazioni Italiane (**)	321,7	66,8
Gim (*)	247,2	153,6
Lazio	174,9	192,9
Innotech	174,6	219,3
Algol	633,5	221,3
Vemer Siber	1.180,2	400,9
Pagnossin	437,4	406,3
Ngp	673,2	488,1
Alitalia	410,5	619,6
Centenari & Zinelli	456,2	825,7
Cit	n.c.	n.c.
Viaggi del Ventaglio (**)	n.c.	n.c.
Totale	384,2	338,6

NB: (*) dati riclassificati nel giugno 2005; (**) dato relativo alla posizione finanziaria netta, non essendo disponibile l'indebitamento integrale. Smi è consolidata in Gim e Richard Ginori in Pagnossin.

In gergo è nota come *black list*: lista nera. La compongono i titoli delle società a più alto rischio d'insolvenza. Qui le aziende in potenziale dissesto sono marcate a vista dalla Consob per un periodo più o meno lungo. Trascorso il quale non restano loro che due strade: ritornare a una gestione normale, ma dopo aver dato ampia prova di "buona condotta" all'autorità di controllo, o chiudere bottega.

La black list, di cui fanno parte oggi 19 aziende, è stata creata dalla Consob nel novembre 2002 per le imprese a più alto rischio di default o che mostrano evidenti segnali di sofferenza patrimoniale. Parliamo di imprese le cui perdite possono superare un terzo del capitale, sui cui bilanci le società di revisione hanno rilasciato giudizi negativi o si sono rifiutate di esprimere un parere.

La Consob impone a queste aziende la diffusione di comunicati a cadenza mensile contenenti informazioni su fatturato e debiti, su aspetti delle vita aziendale e sullo stato di attuazione di eventuali piani di ristrutturazione per il ritorno *in bonis*.

Tra il 2002 e il 2005, l'autorità di vigilanza del mercato ha messo sotto osservazione nella lista nera 32 società — nove nel 2002, sette nel 2003, tredici nel 2004 e tre nel 2005 — tra cui Opengate, Finmatica e Tc Sistema, entrate

uscite dalla black list nel giro di pochi mesi, per fallimento le prime due e per liquidazione la terza. Di queste 32 società (su un totale di 280 quotate a Piazza Affari), nove provengono dall'ex Nuovo Mercato.

Nella maggior parte dei casi, i titoli della black list sono cancellati dal listino per fallimento o liquidazione dell'azienda. Il *delisting* s'è infatti verificato in nove casi, per la dichiarazione di uno stato di crisi. E di solito è sopraggiunto al termine di prolungati periodi di sospensione dalle quotazioni, durante i quali il piccolo azionista è privato, com'è noto, della possibilità di vendere le proprie azioni. Per esempio, la Tecnodiffusione è stata sospesa dalle negoziazioni a fine gennaio 2004 per essere poi "delistata" soltanto nel luglio 2005.

Chl, Olcese, Lazio e Partecipazioni Italiane (l'ex Necchi) risultano iscritte alla black list in modo continuativo dal momento della sua costituzione. E di recente ne sono uscite Finarte e Arquati: l'una dichiarata fallita dal Tribunale di Milano il 25 ottobre, l'altra cancellata dal listino appena qualche giorno fa, il 22 novembre.

Il dato più interessante, e più sconfortante per chi investe in azioni, è però un altro: di tutte le società entrate in questi tre anni nella lista nera, solo due

ne sono uscite "vive", Snai e Kaitech (l'ex Cardnet). Entrambe per avvenuto risanamento.

La prima, leader nella progettazione di prodotti e servizi per il gioco e nella gestione di attività connesse, vi è rimasta in quarantena per due anni; la seconda, che opera nell'*information and communication technology*, per quasi due anni e mezzo.

I comparti industriali più ricorrenti nella black list sono quelli delle compagnie aeree, delle squadre di calcio, degli operatori turistici, del tessile-abbigliamento e dell'informatica. E, circa la metà delle aziende transitate al suo interno, vi ha fatto ingresso nei sei anni precedenti la prima quotazione.

Quasi tutte le società passate per la black list hanno accusato e accusano performance di Borsa molto negative. Quelle cancellate dal listino, come Cto, Gandalf, Giacomelli e Tecnodiffusione, hanno praticamente azzerato le quotazioni. Ha fatto parzialmente eccezione la Stayer, il cui crollo è stato "contenuto" al 70 per cento. Per quelle attualmente sospese dal listino, invece, la perdita, in taluni casi molto consistente, non ha tuttavia carattere definitivo. Al contrario, Innotech (ex Elios Holding) e Montefibre hanno registrato vistosi rimbalzi delle quotazioni.

Tra il luglio 2004 (o, per gli inserimenti più recenti, dalla data d'ingresso in black list) e il settembre 2005, molte società hanno ridotto l'esposizione finanziaria e alcune in modo particolare. Il calo dell'indebitamento è stato marcato per Algol (-88%), Lazio (-85%), Roma (-64%), I Viaggi del Ventaglio (-57%), Chl (-51%) e Finarte (-44%) e meno rilevante per Pagnossin (-33%), Vemer Siber (-25%) e Montefibre (-15%).

Quanto al rapporto debiti-patrimonio netto, o *debt-equity*, esso mostra in alcuni casi un perdurante e preoccupante squilibrio finanziario (tabella a sinistra). Alla chiusura del primo semestre 2005, Centenari & Zinelli accusava un *debt-equity* superiore a 8. La società aveva in altre parole 8 centesimi di debiti per ogni centesimo di capitale, a fronte di un *debt-equity* medio fra tutte le società della black list di quasi 3,4. L'indebitamento finanziario risulta elevato, rapportato ai mezzi propri, anche nei casi di Alitalia, Ngp, Pagnossin e Vemer Siber. La compagnia di bandiera ha più di 6 centesimi di debiti per ogni centesimo di capitale. E la Vemer, pur avendoli dimezzati nel primo semestre, ha debiti quattro volte superiori al patrimonio netto. La situazione di alcune aziende peggiora se prendiamo in considerazione il rapporto debito-pa-

trimonio netto tangibile, ossia il patrimonio netto depurato degli immobilizzi immateriali. In tal caso la situazione di Centenari & Zinelli, Pagnossin, Vemer Siber e Alitalia si aggrava ulteriormente.

G.O.

