

un'ulteriore 9% rispetto al 1998⁽⁶²⁾ (nonostante il rimborso di parte delle obbligazioni possedute al termine di ciascun esercizio, che non ha inciso in misura rilevante sul valore del portafoglio obbligazionario).

I titoli obbligazionari ed i relativi valori sono i seguenti:

Valori titoli obbligazionari

	al 31.12.1997	al 31.12.1998	al 31.12.1999
- Obbligazioni San Paolo di Torino	89.149.810.000	79.799.671.000	72.587.937.000
- Obbligazioni B.N.L.	86.854.710.000	80.077.580.000	74.835.180.000
- Cartelle fondiarie B.N.L. 5%	548.709	365.806	365.086
- Obbligazioni CARIPLO	782.068.552	0	0
- Obbligazioni B.P.S.	20.000.000.000	151.842.683.220	194.681.542.550
Totale	196.787.137.261	311.720.300.026	342.105.025.356

I titoli azionari ed i relativi valori - di cui il prospetto più sopra riportato ha evidenziato la considerevole crescita nel 1999 - sono stati i seguenti:

Valori titoli azionari

	al 31.12.1997	al 31.12.1998	al 31.12.1999
- Azioni INA	158.236.465.875	110.293.938.590	110.293.938.590
- Azioni UNIM	0	1	1.002.112.667
- Azioni Banca Popolare di Sondrio	844.275.750	4.939.255.250	4.939.955.250
- Azioni ENEL	0	0	99.911.532.000
Totale	159.080.741.625	115.233.893.841	216.147.538.507

Le azioni sono depositate presso la banca cassiera e sono valutate al costo medio ponderato di acquisto.

Come risulta dalla voce "dividendi azionari" dei conti economici, da tali azioni sono stati incassati dividendi (al lordo del credito di imposta e della ritenuta d'acconto del 10%) per £. 7.114.224.375 nel 1997 e per £. 5.435.409.008 nel 1998; nel 1999, per le azioni INA, BPS e UNIM sono stati incassati dividendi per £. 23.095.861.265 (parimenti ricompensi nella detta voce del conto economico)⁽⁶³⁾.

(62) - Per effetto della ulteriore sottoscrizione, nel 1999, di obbligazioni della Banca Popolare di Sondrio (per 42,8 miliardi).

(63) - L'importo dei dividendi azionari iscritto nel consuntivo 1999 (per £. 24.437.667.907) è comprensivo dei dividendi (per £. 40.476.150) delle azioni delle Generali e di quelli (per £. 1.301.330.492) provenienti dalle azioni estere.

Il decremento (del 27,56%) delle azioni INA registrato per il 1998 è da riferirsi alla vendita di 21.100.000 di tali azioni (che ha originato la plusvalenza di circa 82 miliardi evidenziata nel conto economico di tale anno).

Sempre nel 1998, sono state assegnate alla Cassa azioni UNIM a titolo gratuito, in seguito alla scissione di un ramo di azienda dell'INA. Tali azioni sono state rilevate nei bilanci - sulla base del criterio contabile indicato dall'articolo 2426 c.c. - al prezzo di acquisto e, quindi, al valore 1, essendo state ottenute a titolo gratuito (l'assegnazione è stata effettuata in ragione di 1 azione UNIM per ogni azione INA posseduta).

Nel corso del 1999, la Cassa ha esercitato sui titoli INA e UNIM le seguenti OPAS ed OPA:

- OPAS su azioni INA, acquistate da Assicurazioni Generali dal 22 novembre al 14 dicembre 1999 (1 azione INA contro 0,83 euro e 0.07 azioni ordinarie delle Assicurazioni Generali);
- OPA su azioni UNIM, acquistate da Milano Centrale Spa dal 22 novembre al 14 dicembre 1999 (1 azione UNIM, contro 0,49 euro).

Tali operazioni, benchè avvenute nel 1999, sono da riferirsi alla competenza economica dell'esercizio 2000⁽⁶⁴⁾ (esercizio nel consuntivo del quale sarà contabilizzata la relativa plusvalenza di circa 200 miliardi).

Si evidenzia di seguito la differenza tra i valori di acquisto delle azioni e quelli medi di mercato negli ultimi due esercizi.

Azioni immobilizzate anno 1998

	Numero	Valore medio di mercato al 31.12.1998	Prezzo di acquisto	Differenza
- Azioni INA	48.541.500	206.495.541.000	110.293.938.590	96.201.602.410
- Azioni UNIM	48.541.500	41.502.982.500	1	41.502.982.499
- Azioni B. Pop. Sondrio	255.715	5.671.247.270	4.939.255.250	731.292.020
Totale		253.669.770.770	115.233.893.841	138.435.876.929

(64) - Le OPA e OPAS sono state accettate dalla Cassa nei mesi di novembre e dicembre 1999 e perfezionate con il pagamento nei mesi di gennaio (per UNIM) e febbraio 2000 (per INA).

Azioni immobilizzate anno 1999

	Numero	Valore medio di mercato al 31.12.1999	Prezzo di acquisto	Differenza
- Azioni INA	48.541.500	244.748.528.334	110.293.938.590	134.454.589.744
- Azioni UNIM	49.831.500	44.220.101.407	1.002.112.667	43.217.988.740
- Azioni B. Pop. Sondrio	255.715	7.595.344.562	4.939.955.250	2.655.389.312
- Azioni ENEL	12.000.000	99.168.004.320	99.911.532.000	-734.527.680
Totale		395.731.978.623	216.147.538.507	179.584.440.116

Quanto all'altra posta di rilevante valore ricompresa tra le immobilizzazioni finanziarie del 1999, quella dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, può segnalarsi che la stessa corrisponde al 20% del valore dei BPT⁽⁶⁵⁾ presenti in portafoglio nel 1999 che il C.A. della Cassa ha deciso di immobilizzare. L'importo iscritto in bilancio (£. 256.079.929.712 corrispondente al valore comprensivo degli "scarti" netti ed al netto della ritenuta di imposta) risulta inferiore (di £. 25.179.383.683) al valore medio di mercato del II semestre 1999 (£. 230.900.546.029).

Con riserva di tornare più avanti sulla tematica degli investimenti mobiliari, può osservarsi, continuando l'analisi dello stato patrimoniale, che la posta più rilevante della voce crediti è composta da quella dei crediti verso gli iscritti ed i concessionari, che ha avuto un andamento crescente nel triennio.

Al riguardo va precisato che, seguendo il criterio della competenza economica, la Cassa ha provveduto alla rilevazione dei contributi minimi ed eccedenti sulla base dell'attribuzione dei componenti di reddito riferiti a ciascun esercizio (e non, come avvenuto negli esercizi precedenti al 1997, sulla base dei criteri di cassa).⁽⁶⁶⁾ Dal dettaglio operato nella nota integrativa dei vari consuntivi, risulta che gli importi di gran lunga più rilevanti di tali crediti sono costituiti da quelli dei contributi minimi obbligatori relativi⁽⁶⁷⁾ a ciascun esercizio, nonché

(65) - Si è trattato di buoni del tesoro poliennali al 5,25% con scadenza 1° novembre 2029 (trentennali).

(66) - E' stato così rilevato, per i minimi, l'importo dovuto da tutti gli iscritti alla Cassa al 31 dicembre di ogni anno (ex articolo 10, legge n°576/1980), sia per la parte già posta in riscossione mediante ruolo esattoriale emesso nell'anno, sia per i contributi accertati ma non ancora iscritti a ruolo; per i contributi integrativi (ex articolo 11, Legge n°576/1980), l'importo dovuto da tutti gli iscritti agli albi sulla base delle dichiarazioni reddituali rese sugli appositi modelli 5.

(67) - Pari a miliardi 101,6; 104,6 e 138,0, rispettivamente, nel 1997, nel 1998 e nel 1999.

dall'importo (pari, mediamente, al 50% del valore dei contributi minimi) dei contributi integrativi⁽⁶⁸⁾. Va al riguardo precisato che la quantificazione del credito verso gli iscritti per autotassazione espone il dato residuale derivante dall'accertato sulle dichiarazioni dei professionisti⁽⁶⁹⁾ pervenute alla Cassa entro il 31 dicembre di ciascun esercizio e quanto incassato a titolo di prima rata al 31 luglio di ogni anno.

Sempre dalla nota integrativa ai consuntivi si rileva che l'importo considerevole della partita dei crediti verso gli iscritti è costituito anche da quelli relativi alla sanatoria previdenziale (miliardi 15,0, 8,0 e 20,2 rispettivamente, nel 1997, 1998 e 1999)⁽⁷⁰⁾.

Nella seconda metà del 1998, espletati gli adempimenti connessi alla sanatoria previdenziale, è ripresa l'attività relativa ai recuperi contributivi e sanzionatori, nonché quella di segnalazione agli Ordini degli avvocati inadempienti all'obbligo contributivo, finalizzata all'apertura di procedimenti disciplinari.

Il 1999, oltre all'incremento delle verifiche contributive e dichiarative, ha visto l'avvio dei controlli incrociati dei dati di reddito dichiarati alla Cassa con quelli posseduti dall'Anagrafe Tributaria. Sono stati, in particolare, eseguiti confronti relativi al periodo 1987-1990⁽⁷¹⁾. E' appena da osservarsi al riguardo che tali riscontri vanno, per quanto possibile, ampliati ed aggiornati.

Si unisce, di seguito, il dettaglio della posta attività finanziarie desunto dalle note integrative ai bilanci del triennio.

Come risulta dal prospetto, le attività finanziarie a gestione diretta della Cassa sono passate dai 1.812 miliardi del 1997 ai 2.2020 miliardi del 1998 ed ai 2.348 miliardi del 1999 (di cui 256 miliardi iscritti nell'attivo fisso)⁽⁷²⁾. Tale incremento (di circa il 20%) riscontrato nel 1999 è stato finanziato attraverso le liquidità accumulate dalla Cassa e trova riscontro nei consuntivi nella riduzione, da 489,4 miliardi del 1998 ai circa 10 miliardi del 1999, delle disponibilità liquide.

⁽⁶⁸⁾ - Pari a miliardi 56,4; 57,0 e 71,4 rispettivamente, nel 1997, nel 1998 e nel 1999.

⁽⁶⁹⁾ - Sul c.d. modello 5.

⁽⁷⁰⁾ - La riforma del sistema di riscossione dei contributi, attuata nel 1999, ha determinato (si è già cennato) l'impossibilità di riscuotere in tale esercizio, mediante ruolo suppletivo, l'importo relativo alle rateazioni per iscrizioni d'ufficio e per sanatorie con la conseguente rilevazione in bilancio di un credito complessivo di 20,2 miliardi.

⁽⁷¹⁾ - La varietà e la complessità delle situazioni così rilevate hanno indotto la Cassa a far luogo alla nomina di un'apposita commissione per l'individuazione dei criteri cui attenersi per limitare le contestazioni.

⁽⁷²⁾ - Nella voce "titoli emessi o garantiti dallo Stato" della posta "immobilizzazioni finanziarie" del consuntivo 1999 (di cui si è già detto in questo stesso paragrafo).

Dall'ottobre 1997, si è già cennato, è stato dato avvio anche ad una gestione indiretta tramite cinque società di intermediazione finanziaria, in seguito ridotte a tre sulla base dei rendimenti da esse ottenuti sul mercato impiegando lo stesso portafoglio iniziale loro conferito⁽⁷³⁾.

Attività finanziarie

	al 31.12.1997	al 31.12.1998	al 31.12.1999
Gestione diretta	1.812.801.878.485	2.020.082.269.101	2.182.672.837.853
- BTP su c/Titoli BPS 176425	867.169.438.325	959.142.946.313	975.109.146.587
- CCT su c/Titoli BPS 176425	945.632.440.160	1.060.939.322.788	1.207.563.691.266
Gestioni affidate a S.I.M.	435.949.570.744	463.344.108.397	475.542.538.574
- COMPAGE SGR	107.156.784.770	118.929.851.705	174.055.593.456
- INA SGR	109.245.736.651	225.267.929.204	181.860.100.271
- CREDIT ROLO SGR	111.748.982.020	119.146.327.488	119.626.844.847
- COGEF	107.798.067.303	0	0
Gestioni attuate tramite consulenza	99.977.400.000	0	0
- CABOTO	99.977.400.000	0	0
Azioni	0	0	214.464.985.917
- ROLLS ROYCE	0	0	4.262.028.637
- AUTOSTRADA SPA	0	0	7.972.591.725
- GLAXO WELLCOME	0	0	13.731.694.915
- GENERALI ASSICURAZIONI	0	0	108.266.813.413
- ROCHE	0	0	9.872.190.392
- UNILEVER	0	0	9.997.509.664
- ACEA	0	0	3.465.923.300
- L'OREAL	0	0	1.985.199.543
- SHERING	0	0	9.988.860.657
- BAYER	0	0	2.013.720.800
- BANCA INTESA	0	0	7.324.494.051
- COMIT	0	0	617.827.025
- ENEL	0	0	34.966.131.795
Altri titoli	0	0	201.918.627
- Warrant COMIT 11/2002	0	0	201.918.627
Totale	2.348.728.849.229	2.483.426.377.498	2.872.882.280.971
Investimenti di liquidità	127.988.187.449	489.455.042.750	9.999.554.095
- Operazioni PCT	127.988.187.449	489.455.042.750	9.999.554.095

(73) - In particolare, nel settembre del 1998 è stata chiusa la gestione di consulenza operativa CABOTO e, nell'ottobre successivo, è stata data disdetta del contratto di gestione mobiliare alla SIM COGEF. Il portafoglio ex CABOTO è stato trasferito in gestione all'INA SIM e quello SIM COGEF è stato riassorbito nella gestione diretta della Cassa.

E' noto che nei bilanci, sulla base dei criteri civilistici, sono esposti esclusivamente i proventi realizzati, corrispondenti alla differenza tra prezzo di carico e valore di vendita, in quanto l'incremento generato dall'andamento favorevole del mercato borsistico può essere iscritto in bilancio, tra i proventi, solo quando si realizza.

Negli elaborati che si riportano di seguito è stato operato il raffronto, per ciascuno degli esercizi considerati, tra il valore del portafoglio titoli iscritto in bilancio, riferito al costo medio ponderato⁽⁷⁴⁾, ed il valore del portafoglio secondo la media dei prezzi di dicembre.

Anno 1997

	Valore di bilancio al 31.12.1997	Valore del portafoglio secondo la media dei prezzi di dicembre
Gestione diretta	1.812.801.878.485	1.939.855.093.104
- BTP su c/Titoli BPS 176425	867.169.438.325	987.638.863.104
- CCT su c/Titoli BPS 176425	945.632.440.160	952.216.230.000
Gestioni affidate a S.I.M.	435.949.570.744	445.678.462.050
- COMPAGE SGR	107.156.784.770	111.109.350.000
- INA SGR	109.245.736.651	111.594.070.000
- CREDIT ROLO SGR	111.748.982.020	112.615.079.050
- COGEF	107.798.067.303	110.359.963.000
Gestioni attuate tramite consulenza	99.977.400.000	100.210.000.000
- CABOTO	99.977.400.000	100.210.000.000

Anno 1998

	Valore di bilancio al 31.12.1998	Valore del portafoglio secondo la media dei prezzi di dicembre
Gestione diretta	2.020.082.269.101	2.171.950.329.100
- BTP su c/Titoli BPS 176425	959.142.946.313	1.105.175.829.100
- CCT su c/Titoli BPS 176425	1.060.939.322.788	1.066.774.500.000
Gestioni affidate a S.I.M.	463.344.108.397	477.246.108.320
- COMPAGE SGR	118.929.851.705	121.041.336.420
- INA SGR	225.267.929.204	234.471.566.200
- CREDIT ROLO SGR	119.146.327.488	121.733.205.700

(74) - Ai sensi dell'articolo 5 del D.L. 28 giugno 1995 n°250 (convertito nella legge 8 agosto 1995 n°349), nella valutazione dei titoli non immobilizzati va incluso lo scarto di emissione (differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso). Le operazioni in titoli esteri hanno avuto la copertura del rischio di cambio con strumenti di finanza derivata, quali D.C.S. (Domestic Currency Swap: gli swap sono contratti derivati con cui due soggetti si scambiano flussi di cassa sulla base di parametri contrattuali prefissati, il cui differenziale è scomponibile in parte finanziaria e parte valutaria) e D.F.S.A. (Domestic Forward Spread Agreements, strumento che garantisce una copertura entro un periodo futuro predeterminato sull'andamento del differenziale (spread) dei tassi tra la propria valuta ed una valuta estera).

Anno 1999

	Valore di bilancio al 31.12.1999	Valore del portafoglio secondo la media dei prezzi di dicembre
Gestione diretta	2.182.672.837.853	2.220.631.867.847
- BTP su c/Titoli BPS 176425	975.109.146.587	1.010.233.280.616
- CCT su c/Titoli BPS 176425	1.207.563.691.266	1.210.398.587.231
Gestioni affidate a S.I.M.	475.542.538.574	467.606.091.938
- COMPAGE SGR	174.055.593.456	169.290.574.293
- INA SGR	181.860.100.271	179.721.575.715
- CREDIT ROLO SGR	119.626.844.847	118.539.941.930
Azioni	214.464.985.917	215.256.454.366
- ROLLS ROYCE	4.262.028.637	3.384.657.266
- AUTOSTRADE SPA	7.972.591.725	8.064.719.452
- GLAXO WELLCOME	13.731.694.915	13.397.860.960
- GENERALI ASSICURAZIONI	108.266.813.413	109.946.669.509
- ROCHE	9.872.190.392	10.173.730.276
- UNILEVER	9.997.509.664	7.416.174.265
- ACEA	3.465.923.300	4.692.743.972
- L'OREAL	1.985.199.543	2.555.269.186
- SHERING	9.988.860.657	10.906.424.931
- BAYER	2.013.720.800	2.705.821.149
- BANCA INTESA	7.324.494.051	6.746.143.775
- COMIT	617.827.025	481.633.142
- ENEL	34.966.131.795	34.784.606.483
Altri titoli	201.918.627	177.370.933
- Warrant COMIT 11/2002	201.918.627	177.370.933

Da tale raffronto emerge che, nel 1997 e nel 1998, si è verificato un plusvalore dei titoli (rispettivamente, di 137 e 166 miliardi circa)⁽⁷⁵⁾. Nel 1999, mentre, come mostra il prospetto, i valori complessivi del portafoglio dei titoli in gestione diretta e delle azioni⁽⁷⁶⁾ sono risultati in aumento, l'analisi dei singoli titoli ha consentito di accertare che, in più di un caso, il valore di bilancio degli stessi è stato inferiore a quello della media dei prezzi del mese di dicembre 1999.

Il che ha determinato una svalutazione complessiva di circa 30 miliardi, che è stata iscritta nel fondo oscillazione titoli (incluso tra le passività dello stato

(75) - Al riguardo è da rilevare che, pur non sussistendo, quindi, nei detti esercizi situazioni suscettive di determinare svalutazioni, nei consuntivi 1997 e 1998 è stato iscritto un fondo oscillazione titoli di 17,4 miliardi. Nella nota integrativa al consuntivo 1998 è al riguardo precisato che tale accantonamento è stato mantenuto "in via strettamente prudentziale, stante la presenza nel portafoglio della Cassa di una quota consistente di titoli trentennali oggetto di sensibili oscillazioni ed avendo la Cassa acquistato azioni estere di primarie società".

(76) - Come mostra il prospetto, al termine del triennio il portafoglio mobiliare della Cassa comprendeva azioni per 214,4 miliardi (oltre a 216 miliardi immobilizzati, che portano il totale delle azioni al 31 dicembre 1999 a 430 miliardi).

patrimoniale 1999 e sulla composizione del quale ci si sofferma più avanti). Nel 1999, in effetti, la rilevante riduzione delle quotazioni dei BPT ha ingenerato perdite sia per la gestione diretta (registrate, si è detto, sotto forma di adeguamento del fondo oscillazione titoli), che per quelle patrimoniali esterne (registrate sotto forma di minusvalenze).

Quanto alla composizione del portafoglio, può osservarsi che la Cassa, nel triennio, ha gestito direttamente titoli per, rispettivamente, 1.812; 2.220 e 2.182 miliardi, costituenti l'attivo circolante.

Nel triennio, le prospettive dei mercati che inducevano a prevedere un rialzo dei tassi di interesse e le forti perturbazioni dei titoli a reddito fisso con scadenze lunghe hanno indotto la Cassa⁽⁷⁷⁾ a pervenire, gradualmente, ad una composizione più bilanciata tra CCT (reddito variabile) e BPT (reddito fisso), come può evincersi dai dati seguenti:

Titoli Obbligazionari

	1997	1998	1999
- BTP	47,8 %	47,5 %	50,5 % *
- CCT	52,1 %	52,5 %	49,5 %

* di cui il 20% immobilizzato

La voce "altri titoli" ricomprende il warrant PUT COMIT - BCI (dall'importo, peraltro, non rilevante: 202 milioni circa)⁽⁷⁸⁾.

(77) - Come indicato nella nota integrativa al consuntivo 1999, ove è anche sottolineato quanto nel presente referto già segnalato in ordine alle fluttuazioni del mercato obbligazionario, che han fatto sì che l'indice generale dell'andamento dei BPT pervenisse al -1,52%. Fluttuazioni che hanno reso non più convenienti le operazioni di arbitraggio, e, conseguentemente, ridotto il plusvalore derivante da tali operazioni a 22 miliardi di lire (a fronte dei 52 miliardi del 1998).

(78) - Tale strumento finanziario deriva dall'O.P.SC Banca Intesa-COMIT e a differenza delle altre due operazioni finanziarie di cui si è già detto (OPAS INA-Assicurazioni Generali; OPA UNIM-Milano Centrale), i titoli su cui si è effettuata l'OPSC Banca Intesa-COMIT sono stati iscritti nell'attivo circolante ed il relativo passaggio di proprietà è avvenuto nel 1999. L'operazione ha condotto allo scambio di 181.339 azioni della Banca Commerciale Italiana, acquistate nel 1999, con 299.209 azioni di Banca Intesa, con un rapporto di 1,65. Banca Intesa ha attribuito alla Cassa n°47.661 warrant put Intesa-BCI del valore unitario di 2,188 euro, iscritti in bilancio per 202 milioni di lire circa (il warrant put Intesa-BCI è uno strumento finanziario al portatore liberamente trasferibile rispetto al titolo originario e conferisce diritto a vendere a Banca Intesa, dal 1° al 15 novembre 2002 le azioni BCI, al prezzo prefissato di 7,80 euro.

In ordine ai dati risultanti dai prospetti più sopra forniti, può precisarsi che le azioni iscritte nell'attivo circolante (per 214 miliardi) sono rappresentative di primarie industrie europee; la posta più rilevante è costituita, peraltro, per il 50%, da azioni "Generali Assicurazioni" e, per il 17%, da azioni "ENEL".

L'inserimento di tali valori mobiliari tra i titoli a breve è finalizzato a consentire di avvalersi delle occasioni più favorevoli offerte dal mercato. Quanto alle gestioni affidate a SIM, è da notare che la riduzione di 50 miliardi di INA SGR è stata determinata dal conferimento di tale importo a COMPAGE SGR.

L'andamento della gestione 1999 ha indotto a ripartire gli investimenti in obbligazionario ed azionario. Così, con delibera del Comitato dei delegati dell'ottobre 1999, è stata prevista la possibilità di investire in azioni sino al 14,2% del totale del patrimonio mobiliare al 31 dicembre 2000 ed il Consiglio di amministrazione della Cassa, lungo tale linea, ha avviato le seguenti iniziative nel comparto azionario:

- partecipazione alla privatizzazione dell'ENEL per 150 miliardi di lire (trattandosi di investimento a medio-lungo termine, la partecipazione è stata classificata per i due terzi tra le "azioni immobilizzate");
- acquisto, per circa 70 miliardi di lire, di titoli italiani ed esteri⁽⁷⁹⁾ (attraverso il reinvestimento della plusvalenza realizzata attraverso la parziale vendita di azioni INA nel 1998);
- adesione, già cennata, alle OPAS di Assicurazioni generali su INA (che ha comportato lo scambio di titoli e l'assegnazione di un consistente controvalore monetario) e di Milano centrale su UNIM (controvalore reinvestito in 5.688.605 azioni generali);
- trasformazione (dal 1° gennaio 2000) dei mandati di gestione patrimoniale esterna che (fino al 31 dicembre 1999) avevano contenuto obbligazionario (con risultati deludenti, come visto) in gestioni bilanciate, con la facoltà di investire fino al 25% in azioni di società a larga capitalizzazione (75% EURO e 25% USA).

Da quanto sinora esposto emerge, riassuntivamente, in ordine alla gestione della tesoreria e del portafoglio titoli, che la Cassa che, nel 1997, ha movimentato il

⁽⁷⁹⁾ - I titoli italiani sono in genere legati a privatizzazioni (ACEA e AUTOSTRADE); i titoli esteri sono costituiti da azioni di società ad ampia capitalizzazione dei settori farmaceutico e tecnologico.

portafoglio con arbitraggi, incrementandone la redditività⁽⁸⁰⁾ ed impiegando la liquidità al meglio con operazioni di pronti-contro termine, nel 1998, in presenza della crisi che ha registrato il mercato finanziario, ha assunto un'impostazione di cautela, preferendo gli impieghi a breve e brevissimo termine. Peraltro, le oscillazioni del mercato hanno consentito la vendita di parte delle azioni INA nel momento della massima quotazione di queste⁽⁸¹⁾. Nell'ottobre del 1998, si è realizzata la scissione del settore immobiliare dell'INA, con la costituzione della società Unione Immobiliare e l'assegnazione ai soci INA di azioni UNIM in ragione di una per ogni azione posseduta⁽⁸²⁾. Anche la gestione diretta del portafoglio titoli di Stato ha risentito, nel 1998, dell'andamento dei mercati finanziari (positivo nel primo semestre, con connesse, favorevoli occasioni di arbitraggio, negativo nel secondo semestre, con la conseguente, cennata, maggiore prudenza nella gestione). Se il 1998 è stato caratterizzato da numerose crisi finanziarie ed economiche, il 1999 ha fatto riscontrare - come è noto - un considerevole sviluppo tecnologico che ha favorito il crearsi di nuova ricchezza nei settori della finanza, della informatica, delle biotecnologie, ect. Il miglioramento della situazione economica generale e la discesa dei titoli di Stato hanno indotto la Cassa ad orientarsi sempre più verso il mercato azionario. In effetti, nel periodo 1996-1999 la movimentazione del portafoglio obbligazionario è andata diminuendo; in particolare, al termine del 1998, i rendimenti a termine ad un anno sono diminuiti e tale diminuzione si è accentuata nel 1999⁽⁸³⁾. Ciò in quanto tra il 1996 ed il 1999 la differenza tra costo medio di carico dei titoli obbligazionari ed il prezzo di mercato è andata riducendosi, rendendo così il mercato azionario più affidabile rispetto agli arbitraggi sui titoli obbligazionari⁽⁸⁴⁾. (E al riguardo si è già cennato che, nel 1999, la Cassa è

(80) - L'attività di arbitraggio nel 1997 ha generato un plusvalore complessivo netto di 109,6 miliardi.

(81) - Così realizzando una plusvalenza di 82 miliardi.

(82) - Dal confronto tra prezzo di carico e media dei prezzi del mese di dicembre 1998 è risultata una plusvalenza delle azioni INA di 96,2 miliardi, mentre le azioni BPS (di cui pure in precedenza si è cennato) han fatto registrare un plusvalenza di 731,3 milioni.

(83) - In particolare, nel 1996, su di un patrimonio medio di circa 1.905 miliardi, sono stati effettuati arbitraggi per 2.500 miliardi; nel 1997, su di un patrimonio di 1.965 miliardi, ne sono stati movimentati 1.450 (con un rendimento del 13%); nel 1998, sono stati realizzati arbitraggi per 337 miliardi su di un patrimonio di 1.908 miliardi (con un rendimento del 10%); nel 1999, su di un patrimonio di 2.073 miliardi, sono stati effettuati arbitraggi per 183 miliardi (sul punto si tornerà in sede di considerazioni di sintesi).

(84) - L'attività nel settore azionario si è implementata, particolarmente, dal febbraio 1999.

intervenuta nell'ambito del processo delle privatizzazioni, in particolare acquisendo 200.000 azioni ACEA e 15.000.000 di azioni ENEL⁽⁸⁵⁾ ed ha aderito alle OPAS di Assicurazioni Generali su INA e di Milano centrale su UNIM. Si è pure segnalato che nel 2000 l'attività della Cassa nel settore azionario si è ulteriormente incrementata, essendo state le tre gestioni patrimoniali esterne a contenuto obbligazionario trasformate in gestioni bilanciate, con facoltà di investire sino al 25% in azioni; impostazione, in virtù della quale, nel marzo 2000, sono state sottoscritte quote di fondi di investimento specializzati in telecomunicazioni e biotecnologie per un importo, rispettivamente, di 20 e 10 miliardi di lire ed è stata avviata una gestione patrimoniale azionaria per 20 miliardi di lire).

In ordine alla ora cennata impostazione adottata dalla Cassa, a far tempo, in particolare dal 1999 - pur non essendo dato alla Corte di sindacare le valutazioni di merito che hanno indotto a sempre più incentivare interventi nel settore azionario - non può non rappresentarsi l'esigenza che la linea assunta venga proseguita con la massima cautela. Esigenza, questa, del resto richiamata anche dal Collegio Sindacale, nel sollecitare⁽⁸⁶⁾ l'adozione di un appropriato modello di controllo dei rischi connessi con operazioni di mercato sui titoli azionari.

Va in ogni caso ribadito⁽⁸⁷⁾ che le scelte di investimento mobiliare vanno costantemente ispirate alla ricerca del più adeguato equilibrio tra i diversi obiettivi della Cassa, che deve perseguire sia i migliori rendimenti rispetto a quelli medi di mercato, sia il corretto rapporto tra le diverse tipologie di investimento - non trascurando esigenze di prudenza - sia la compatibilità con le necessità operative, trattandosi di organismo previdenziale che svolge attività di natura pubblica.

Quanto alla posta investimenti in liquidità, si è già detto che gli importi ivi iscritti rappresentano la quota di liquidità investita in pronti-contro termine. Nel corso del 1997, le relative operazioni hanno prodotto un rendimento dal 6,6% al 5,5%; nel 1998, il rendimento netto dei P.C.T. è stato, mediamente, del 4,5%, con tendenza a decrescere per effetto delle riduzioni del tasso ufficiale di sconto (pur

(85) - L'investimento in azioni ACEA è stato positivo, avendo la Cassa realizzato, dalla vendita (nel 2000), più del 100% dell'investimento iniziale; non altrettanto è stato per quello ENEL, avendo, il titolo perso nei primissimi mesi dal collocamento per pervenire successivamente al prezzo di 4,7 euro per azione, a fronte del prezzo di collocamento di 4.3 euro.

(86) - Nella relazione al consuntivo 1999.

(87) - Come dalla Corte già affermato, da ultimo, nella relazione sulla gestione della Cassa Nazionale del Notariato per gli esercizi 1994-1999.

restando sempre superiore al tasso applicato sui conti correnti bancari).

La considerevolissima riduzione della posta nel 1999, si è visto, è da riferirsi all'impiego delle liquidità nel settore obbligazionario⁽⁸⁸⁾

La posta depositi bancari concerne, per la gran parte, disponibilità su conti correnti, che vengono, nel corso dell'esercizio, investite nei modi consueti⁽⁸⁹⁾.

Quanto alla posta dei c/c postali, può dirsi che il considerevolissimo incremento della stessa nel 1998 e nel 1999 è da riferirsi alle giacenze su di un conto gestito direttamente dalla banca tesoriera⁽⁹⁰⁾ sul quale affluiscono, per l'incasso provvisorio, i contributi in autoliquidazione⁽⁹¹⁾.

La posta dei ratei attivi è composta per la gran parte dall'importo relativo alla rilevazione degli interessi sui titoli a gestione diretta maturati nell'anno di competenza (anche se incassati nell'esercizio successivo alla scadenza della cedola)⁽⁹²⁾.

Quanto alle passività, può asserirsi che il fondo svalutazione crediti, che concerne i crediti soggetti a possibili svalutazioni (perché immobilizzati presso i concessionari o gli inquilini; per debiti potenziali per domande insolute; per l'annullamento di crediti verso gli inquilini, ect.), è stato iscritto in applicazione di specifiche disposizioni del codice civile⁽⁹³⁾ e delle previsioni dell'articolo 19 del Regolamento di contabilità (che lo inserisce tra le passività), per procedere, attraverso l'adeguamento del fondo, all'iscrizione in bilancio della rettifica del valore nominale dei crediti.

Il fondo oscillazione titoli negli esercizi 1997 e 1998 è stato mantenuto dello stesso importo iscritto al 31 dicembre 1996 in considerazione delle fluttuazioni del mercato borsistico e tenuto conto della presenza nel portafoglio di una consistente

(88) - Da cui è scaturito il segnalato incremento dai 2.020 miliardi del 1998 ai 2.438 miliardi del 1999 dei titoli obbligazionari gestiti direttamente dalla Cassa.

(89) - Il valore di gran lunga più consistente della posta è stato costantemente quello della liquidità giacente sul c/c n°40000 acceso presso la Banca Popolare di Sondrio.

(90) - Banca Popolare di Sondrio.

(91) - I versamenti effettuati negli ultimi giorni dell'anno rimangono temporaneamente sul conto in questione e vengono girati sul c/c n°40000 della B.P.S. nei primi giorni dell'anno successivo.

(92) - Nella posta sono ricompresi anche gli interessi sui P.C.T., di cui si è detto; nel 1998, è andato crescendo anche il valore degli interessi derivanti dal patrimonio mobiliare gestito dalla SIM; nel 1999, il rapporto è stato 81% interessi su titoli a gestione diretta - 18,5% interessi su titoli a gestione esterna.

(93) - Articolo 2426, comma 8 c.c.: "i crediti devono essere iscritti in bilancio al presumibile valore di realizzazione"; articolo 2423 bis, comma 1 c.c., che impone la valutazione "dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura".

parte di titoli trentennali e di azioni estere. Nel 1999 - come già cennato - si è proceduto alla svalutazione di parte del patrimonio mobiliare iscritto nell'attivo circolante al fine di adeguare il valore dei titoli all'andamento del mercato.

Le differenze sono ammontate a £. 30.056.485.070, di cui £. 17.445.405.470 assorbite dal fondo già costituito al 31 dicembre 1998 e £. 12.611.079.330 rivalutate come svalutazioni del portafoglio in essere al 31 dicembre 1999. Le svalutazioni del 1999 hanno riguardato, per 9,5 miliardi, i patrimoni affidati alle SIM e per 20,5 miliardi il patrimonio gestito direttamente dalla Cassa (di cui, 15,8 miliardi relativi ad obbligazioni e 4,6 miliardi relativi a azioni).

L'articolo 19 del Regolamento di contabilità prevede, come detto, l'esposizione dei fondi nel passivo dello stato patrimoniale e non la diretta diminuzione delle poste dell'attivo. Si provvede, pertanto, di seguito ad evidenziare il valore del patrimonio mobiliare dopo la svalutazione.

Valore del patrimonio mobiliare

	<i>Valore al 31.12.99</i>	<i>Svalutazione</i>	<i>Valore rettificato</i>
Titoli obbligazionari	2.182.672.837.853	15.800.909.048	2.166.871.928.805
Gestioni affidate a S.I.M.	475.542.538.574	9.566.978.088	465.975.560.486
Azioni	214.464.985.917	4.688.597.934	209.776.387.983

Quanto al fondo oneri e rischi diversi, che, nel 1997, era stato mantenuto al valore risultante al 31 dicembre 1996 per ragioni prudenziali, nonostante l'andamento favorevole del contenzioso previdenziale, può osservarsi che la posta è stata, nel 1998, incrementata di circa 110 miliardi (parzialmente utilizzando i proventi della plusvalenza realizzata dalla vendita delle azioni INA e della sanatoria previdenziale, come già segnalato in sede di commento, al conto economico); nel 1999, il fondo è stato adeguato in relazione al pagamento di arretrati liquidati ai pensionati a seguito dell'aumento del coefficiente di rivalutazione, mantenendo il precedente stanziamento a copertura del contenzioso ancora in essere⁽⁹⁴⁾.

Quanto alla posta dei debiti, può segnalarsi che la voce più rilevante, per importo, di essa è costituita dai debiti tributari, relativi, per la gran parte, a ritenute erariali.

⁽⁹⁴⁾ - Il riallineamento del fondo ha determinato una insussistenza del passivo di circa 37 miliardi, che è stata iscritta tra i ricavi del conto economico (nell'ambito della posta "proventi straordinari").

Nel richiamare quanto già rappresentato al riguardo in sede di commento al conto economico, può osservarsi che i fondi di ammortamento relativi alle immobilizzazioni sono esposti nei consuntivi a sezioni contrapposte⁽⁹⁵⁾. La massima parte dei fondi per immobilizzazioni materiali è stata costantemente costituita dal valore del fondo ammortamento immobili (pari a miliardi 410,0; 426,8 e 441,5, rispettivamente, nel 1997, nel 1998 e nel 1999). Si è già segnalato nel paragrafo precedente che, nel 1997, il valore dell'ammortamento è stato influenzato dal cambiamento del sistema contabile, che ha inciso sul conto economico per circa 42 miliardi.

Nel triennio il patrimonio netto (che, come è noto, rappresenta la differenza tra le attività e le passività evidenziate nello stato patrimoniale⁽⁹⁶⁾) ha avuto il seguente andamento.

Patrimonio netto

<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
3.522.795.497.799	3.941.224.895.770	4.273.597.833.952

Relativamente alle componenti del patrimonio netto, per ciò che concerne la riserva legale, si rinvia, a quanto già osservato nello specifico paragrafo, solo rammentando che la stessa, per motivi prudenziali, e tenuto conto delle disponibilità del patrimonio della Cassa, è stata rapportata all'importo di cinque annualità delle pensioni erogate in ciascun esercizio⁽⁹⁷⁾, anziché alle pensioni in essere al 31 dicembre 1994 (rispetto alle quali la riserva è risultata superiore di miliardi 1.738; 919 e 1.186, rispettivamente, nel 1997, 1998 e 1999).

Ulteriore accantonamento a riserva - che costituisce una garanzia supplementare per la continuità dell'erogazione dei trattamenti pensionistici futuri - è stato costituito dai risultati economici positivi degli anni precedenti, eccedenti la riserva legale, ("avanzati portati a nuovo") che si sono accantonati negli anni e che

(95) - Sulla base delle linee tracciate dalla Ragioneria generale dello Stato e contrariamente a quanto indicato dalla IV direttiva C.E.

(96) - Sull'andamento delle quali ha avuto, come visto, influenza determinante, nel triennio, il trend delle immobilizzazioni immateriali, delle immobilizzazioni finanziarie e delle attività finanziarie, quanto alle attività, e, quanto alle passività, l'andamento dei fondi rischi ed oneri e di ammortamento per l'immobilizzazioni materiali.

(97) - L'importo delle pensioni in essere nel triennio considerato è stato il seguente: 1997: miliardi 434,3; 1998: miliardi 486,1; 1999: miliardi 539,5.

hanno avuto un andamento costantemente crescente nel triennio (miliardi 971,7; 1.091 e 1.243, rispettivamente, nel 1997, nel 1998 e nel 1999).

Altra componente del patrimonio netto è costituita dall'avanzo economico dell'esercizio⁽⁹⁸⁾ (pari alla differenza tra ricavi e costi annuali), che, nel triennio considerato, è stato costantemente superiore ai 300 miliardi di lire. Ciò, anche se non può ignorarsi che, nel 1999, l'avanzo ha toccato il livello più basso dal 1995⁽⁹⁹⁾.

Al riguardo - pur in presenza di indici generali (sui quali ci si soffermerà nel prossimo paragrafo, in sede di considerazioni di sintesi) che inducono a prudenza nella valutazione delle risultanze gestionali, economiche e patrimoniali - può, comunque, darsi atto che la costante crescita, nel triennio considerato, del patrimonio netto e la consistenza ragguardevole degli avanzi economici costituiscono oggettivo segnale del rafforzamento, nel periodo, della situazione economica e patrimoniale della Cassa.

(98) - L'importo del quale, depurato del prelievo per l'adeguamento annuale della riserva legale, costituisce, come visto, "l'avanzo portato a nuovo".

(99) - Gli avanzi sono stati, dal 1995 al 1999, i seguenti, in miliardi di lire. 359,6; 353,7; 379,0; 418,4; 332,4.

PARTE TERZA**Considerazioni di sintesi e conclusive****1) Sintesi delle principali e generali risultanze gestionali e contabili del periodo**

Al fine di fornire un quadro, per quanto più possibile, esaustivo della gestione attuata dalla Cassa negli anni 1997-1999 e consentire valutazioni complessive sulla stessa, si evidenziano di seguito i dati di sintesi più significativi tra quelli finanziari, economici, patrimoniali e operativi esposti nelle parti I e II del presente referto.

Dati di sintesi della gestione della Cassa

	(in miliardi di lire)		
	1997	1998	1999
Prestazioni previdenziali e assistenziali	466,1	521,4	582,2
Contributi	622,9	741,6	750,2
Saldo	+156,1	+220,2	+168,0
Iscritti *	71.282	77.618	82.637
Avanzo economico	379,0	418,4	332,4
Netto patrimoniale	3.522,8	3.941,2	4.273,6
Numero dipendenti in servizio	232	249	248
Indice di copertura contributiva delle prestazioni	1,334%	1,422%	1,288%

* Compresi i pensionati attivi

I dati su riportati consentono, preliminarmente, di osservare che, nel periodo considerato, le dimensioni dell'attività e della gestione della Cassa sono cresciute.

In effetti, gli iscritti sono aumentati, complessivamente, di 11.235 unità; le prestazioni e le contribuzioni, rispettivamente, di 115,4 e 127,3 miliardi.

Rilevante è risultato, anche, l'incremento del patrimonio netto, al termine dei tre anni considerati (+ 750,8 miliardi), nonostante la diminuzione complessiva, nel periodo, dell'avanzo economico (- 46,6 miliardi). Ed appare evidente come la rilevanza della consistenza del patrimonio netto costituisca garanzia suppletiva, per gli iscritti, della erogazione delle pensioni nel medio-lungo periodo, ove anche dovesse venir meno l'indice di copertura contributi-prestazioni.