

L'effetto dominante di questi due ultimi indicatori sull'andamento complessivo della gestione finanziaria è sintetizzato dal rapporto *nuovi assicurati/nuove prestazioni*. Infatti, nonostante tale indicatore assuma nel corso degli anni un andamento decrescente, i valori rilevati sono maggiori dell'unità a conferma della crescita più che proporzionale del numero dei nuovi assicurati rispetto al numero delle nuove prestazioni, con benefici riflessi sull'equilibrio finanziario.

Infine, anche il rapporto tra *numero totale di assicurati e prestazioni totali* (prima colonna della tabella 19) e il coefficiente di copertura (rapporto tra entrate contributive e spesa per prestazioni) presentano valori crescenti, esplicando effetti positivi sulla sostenibilità finanziaria del sistema.

L'effetto combinato dei fattori demografici e normativo-istituzionali si riflette sugli equilibri finanziari della gestione, in particolare sull'andamento del rapporto tra pensione media e retribuzione media, sull'aliquota contributiva di equilibrio (rapporto tra spesa per prestazioni e monte redditi) e sull'aliquota contributiva effettiva (rapporto tra entrate contributive e monte redditi).

**Tabella 20: Indicatori di equilibrio finanziario b)**

	<b>reddito medio</b>	<b>monte retributivo<sup>(1)</sup></b>	<b>pensione media</b>	<b>Rapporto pensione media/ reddito medio</b>	<b>aliquota legale</b>	<b>aliquota contributiva effettiva</b>	<b>aliquota di equilibrio previdenziale</b>
	in migliaia	in migliaia	in migliaia				
	(I)	(L)=(C)*(I)	(M)	(I/M)	(N)	(G/L)	(H/L)
<b>2004</b>	31,41	3.616.108	18,53	0,59	10%	12,04%	5,11%
<b>2005</b>	30,34	3.737.281	16,93	0,56	10%	12,75%	5,25%
<b>2006</b>	32,19	4.219.817	17,61	0,55	10%	11,86%	4,93%
<b>2007</b>	33,03	4.562.236	18,25	0,55	10%	12,22%	4,87%

<sup>1)</sup> Il monte retributivo è calcolato come prodotto tra il numero degli assicurati al 31/12 di ogni esercizio e la retribuzione media rilevata nello stesso periodo.

Il rapporto tra pensione media e reddito medio<sup>10</sup> presenta un andamento leggermente decrescente, attestandosi intorno al valore di 0,55 nel 2006 e nel 2007 (ma comunque superiore rispetto al valore di 0,19 rilevato nel 1999 dall'indagine condotta dalla commissione bicamerale di controllo). Tale riduzione, per gli esercizi a venire, sarà accentuata dalla progressiva entrata in vigore delle modifiche statutarie riguardanti le modalità di calcolo della pensione<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Tale rapporto misura la capacità del sistema pensionistico di garantire ai propri assicurati un livello di reddito comparabile a quello ottenuto dalla popolazione attiva.

<sup>11</sup> Dopo l'approvazione delle modifiche statutarie da parte dei ministeri vigilanti il calcolo della pensione verrà effettuato – come accennato – sulla base dei 20 migliori redditi professionali degli ultimi 25 anni

L'esame dell'*aliquota contributiva di equilibrio*, che indica la quota dei redditi necessaria a coprire l'attuale spesa per prestazioni previdenziali, mostra nel 2008 un valore pari al 4,87%, inferiore rispetto al corrispondente valore di 12,22% dell'*aliquota contributiva effettiva*. Come verrà evidenziato nel paragrafo 0 relativo al bilancio tecnico, tale andamento, sebbene per ora ancora positivo, subirà una inversione di tendenza a partire dall'esercizio 2025.

#### 4.5 L'efficienza operativa e produttiva dell'ente

L'efficienza operativa dell'ente è misurata dall'andamento degli indici di costo amministrativo. La tabella 21 mette in evidenza un incremento dei costi di gestione nel periodo 2004-2008 (+28 per cento), che hanno raggiunto nel 2008 i 41.396 mila euro, di cui il 34 per cento per il personale in servizio, con una quota che è lievemente diminuita rispetto al 2004, il 10 per cento per gli organi dell'ente e il 56 per cento per il funzionamento degli uffici.

**Tabella 21: Spese di gestione e Indici di costo amministrativo**

	Spese lorde di gestione (in migliaia di euro)				Unità di personale in servizio
	personale in servizio	funzionamento uffici	organi dell'ente <sup>1</sup>	TOTALE	
<b>2004</b>	12.365	17.635	2.405	<b>32.405</b>	237
<b>2005</b>	13.505	17.751	5.038	<b>36.294</b>	234
<b>2006</b>	13.106	20.261	3.854	<b>37.221</b>	234
<b>2007</b>	13.822	21.121	4.461	<b>39.404</b>	234
<b>2008</b>	13.953	23.324	4.119	<b>41.396</b>	242
Indici di costo amministrativo <sup>2</sup>					
Anno	spese gestione n° assic. e pensionati	spese gestione spese prestazioni	spese gestione entrate contributive		
<b>2004</b>	256,18	17,5%	7,4%		
<b>2005</b>	269,39	18,5%	7,6%		
<b>2006</b>	260,55	17,9%	7,4%		
<b>2007</b>	262,33	17,7%	7,1%		
<b>2008</b>	264,41	17,3%	6,9%		

1) Comprende i compensi ai titolari degli organi collegiali, le spese elettorali e le spese per l'assistenza e la trascrizione delle riunioni degli organi.

2) Gli indici di costo amministrativo sono calcolati considerando le spese per prestazioni correnti e le entrate contributive correnti.

(anziché dei 10 migliori degli ultimi 15 anni come avveniva fino al 1999, degli 11 migliori dei ultimi 16 anni come avveniva nel 2000, dei 12 migliori degli ultimi 17 anni come avveniva nel 2001).

## 5. La gestione patrimoniale

### 5.1 Premessa

La gestione del patrimonio di Inarcassa si basa sui criteri previsti dall'asset allocation strategica, deliberata ogni anno dal Comitato nazionale dei delegati, con la quale gli investimenti vengono ripartiti tra le varie opportunità alternative, secondo un orizzonte temporale di medio/lungo periodo e attraverso l'individuazione di un rischio massimo tollerabile (risk budgeting). Accanto all'asset allocation strategica viene definita una asset allocation tattica che, in un orizzonte temporale di breve periodo, considera la situazione di mercato contingente e quindi modifica temporaneamente la composizione del portafoglio definita sulla base dell'asset allocation strategica.

La tabella che segue illustra la struttura e la composizione del patrimonio mobiliare e immobiliare di Inarcassa secondo i valori contabili.

**Tabella 22: Struttura del patrimonio di Inarcassa**

	IMMOBILIARE	MOBILIARE <sup>1</sup>	TOTALE
<b>2004</b>	632.394.149	1.984.411.900	2.616.806.049
	24%	76%	100%
<b>2005</b>	704.149.305	2.154.801.207	2.858.950.512
	25%	75%	100%
<b>2006</b>	688.372.318	2.692.281.027	3.380.653.345
	20%	80%	100%
<b>2007</b>	681.924.784	3.106.629.940	3.788.555.724
	18%	82%	100%
<b>2008</b>	724.803.630	2.976.549.026	3.701.352.656
	20%	80%	100%

1) Il valore contabile del patrimonio mobiliare include le immobilizzazioni finanziarie, le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni e le disponibilità liquide.

La tabella evidenzia, negli esercizi considerati, una riduzione della consistenza del patrimonio immobiliare sul patrimonio complessivo della cassa e un contestuale incremento della consistenza del patrimonio mobiliare. In particolare, il patrimonio immobiliare passa dal 24 per cento del 2004 al 20 per cento del 2008, mentre la componente mobiliare registra un incremento di pari misura.

Per quanto riguarda la selezione dei singoli strumenti di investimento mobiliare e, quindi, l'esposizione specifica ai rischi di credito, liquidità e prezzo, le scelte vengono effettuate sulla base del rating assegnato dalle principali agenzie<sup>12</sup>.

## 5.2 La gestione del patrimonio immobiliare

### 5.2.1 Consistenza e struttura del patrimonio immobiliare

Il settore immobiliare, dopo il favorevole andamento iniziato alla fine degli anni '90, ha registrato un rallentamento nei ritmi di crescita a partire dal 2003, proseguito anche negli anni successivi e culminato, nel 2008, con il netto peggioramento del clima finanziario. Il rallentamento si è manifestato principalmente nel segmento degli immobili per investimento, dove gli operatori hanno avuto grandi difficoltà a reperire sul mercato immobili di qualità con adeguate condizioni di redditività, e nel settore abitativo dove si è registrato un forte rallentamento delle compravendite.

A conferma della situazione economica, la tabella che segue evidenzia che il patrimonio immobiliare della cassa ha rappresentato una quota sempre meno consistente (passata dal 21 per cento del 2004 al 16 per cento del 2008) delle attività patrimoniali complessive, continuamente aumentate.

**Tabella 23: Consistenza patrimonio immobiliare sul totale delle attività patrimoniali**

(in migliaia di euro)

<b>IMMOBILI</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Valore contabile lordo</b>	701.027	780.366	770.831	772.258	832.636
<b>Valore contabile netto</b>	632.394	704.149	688.372	681.925	724.804
<b>Totale attività patrimoniali</b>	3.025.873	3.411.369	3.826.581	4.261.405	4.395.009
<b>Incidenza % valore netto/attività patrimoniali</b>	21%	21%	18%	16%	16%

La tabella e il grafico che seguono illustrano invece la composizione del portafoglio immobiliare di Inarcassa per destinazione d'uso catastale.

<sup>12</sup> In ossequio a quanto previsto dall'art. 2428, comma 2, n.6 bis, la relazione sulla gestione deve indicare, tra l'altro, in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio: gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario e l'esposizione della società al rischio di prezzo, di credito, di liquidità e di variazione dei flussi finanziari.

Nel 2008, il 61 per cento circa del patrimonio immobiliare della cassa risulta investito nel settore terziario (alberghiero, commerciale e uffici), mentre il restante 39 per cento è ripartito tra settore pubblico, settore industriale e settore residenziale.

**Tabella 24: Classi di investimento del patrimonio immobiliare**

SETTORI	2004	2005	2006	2007	2008
alberghiero	5%	4%	5%	4%	4%
commerciale	17%	17%	17%	16%	15%
residenziale	14%	12%	12%	12%	11%
uffici	44%	43%	43%	46%	42%
industriale	2%	2%	2%	2%	1%
pubblico	18%	21%	21%	20%	27%

### 5.2.2 Investimenti, disinvestimenti e spese di manutenzione straordinaria

Il clima complessivo di incertezza cui si è accennato non ha favorito l'attività di acquisizione/dismissione, come si evince dalla tabella seguente che illustra la variazione complessiva delle proprietà immobiliari nel corso del quinquennio 2004-2008.

**Tabella 25: Variazione complessiva delle proprietà immobiliari**  
(in migliaia di euro)

	2004	2005	2.006	2007	2008
<b>Valore lordo iniziale</b>	657.412	701.027	780.365	770.831	772.258
acquisti	38.210	78.643	253		62.060
capitalizzazioni manutenzioni straordinarie	5.522	695	124	1.564	46
vendite (valore lordo)	(117)		(9.911)	(137)	(1.728)
svalutazioni					(9.219)
<b>Valore lordo finale</b>	<b>701.027</b>	<b>780.365</b>	<b>770.831</b>	<b>772.258</b>	<b>823.417</b>
Fondo ammortamento	(68.633)	(76.216)	(82.458)	(90.332)	(98.613)
<b>Valore netto</b>	<b>632.394</b>	<b>704.149</b>	<b>688.373</b>	<b>681.926</b>	<b>724.804</b>

La tabella mette in evidenza un'attività molto intensa relativamente agli investimenti immobiliari negli esercizi 2004 e 2005, con il risultato di un considerevole aumento del valore netto di bilancio delle proprietà immobiliari. In dettaglio, le operazioni di acquisto perfezionate nel corso dell'esercizio 2005 sono più che raddoppiate rispetto all'esercizio precedente, mentre, a partire dall'esercizio 2006, Inarcassa ha ceduto alcune unità immobiliari poco redditive, in linea con l'asset allocation strategica che aveva come obiettivo una riduzione degli investimenti immobiliari a favore di quelli mobiliari. Nel 2008 si segnala sia la ripresa degli investimenti, con acquisti pari a oltre 60 milioni di

euro, sia l'effettuazione di svalutazioni, per 9,2 milioni di euro, sul valore di due fabbricati i cui valori di mercato si sono costantemente mantenuti al di sotto del valore di costo iscritto in bilancio e per l'impossibilità o inopportunità di procedere ad interventi di valorizzazione.

Le operazioni di vendita perfezionate nel corso del quinquennio considerato hanno dato luogo alle plusvalenze e alle minusvalenze contabilizzate nel conto economico alla voce "E) 20 Proventi straordinari," secondo il dettaglio riportato nel seguente prospetto.

**Tabella 26: Plusvalenze e minusvalenze realizzate dalla vendita di immobili**  
(in migliaia di euro)

	Costo storico	Valore Contabile	Minusvalenze	Plusvalenze realizzate
<b>2004</b>	1.380	104	8,5	-
<b>2005</b>	-	-	-	-
<b>2006</b>	7.881	8.666	-	6.454
<b>2007</b>	136	126	-	68
<b>2008</b>	1.728	1.676	596	-

Nel corso del quinquennio considerato registrano un considerevole rallentamento anche le attività di riqualificazione e manutenzione straordinaria.

### 5.2.3 La situazione locativa e gli indicatori di redditività del patrimonio immobiliare

La tabella che segue illustra la situazione locativa negli esercizi di riferimento.

**Tabella 27: Aree locate del patrimonio immobiliare di Inarcassa**

SETTORI	2004	2005	2006	2007	2008
<b>alberghiero</b>	n.d.	n.d.	100%	100%	100%
<b>commerciale</b>	n.d.	n.d.	63%	61%	62%
<b>residenziale</b>	97%	88%	87%	85%	83%
<b>uffici</b>	95%	90%	83%	78%	75%
<b>altro</b>	n.d.	n.d.	80%	80%	78%
<b>TOTALE LOCATO</b>	<b>93%</b>	<b>90%</b>	<b>83%</b>	<b>80%</b>	<b>76%</b>

Ne risulta un calo progressivo delle superfici locate, che ha interessato principalmente il settore terziario e quello residenziale.

La conseguenza del calo delle superfici locate si riflette sul rendimento del patrimonio immobiliare, come evidenzia la tabella che segue.

Nel corso del quinquennio considerato, a conferma del rallentamento della crescita del settore immobiliare, si registra un andamento piuttosto stabile dei proventi da locazione in rapporto ad un andamento crescente del valore netto degli immobili fino al 2005, con un incremento dell'8,2 per cento tra il 2006 e il 2008. Di conseguenza, la redditività lorda, calcolata sulla giacenza media mostra un andamento decisamente decrescente, con una riduzione di circa due punti percentuali tra il 2004 e il 2008.

**Tabella 28: Redditività del patrimonio immobiliare**

Anno	Proventi lordi	Valore netto immobili <sup>1</sup>	Redditività lorda	Costi	incidenza costi su proventi	M.O.L.	Redditività ante imposte (%)	Ici-Ires	Redditività netta (%)
			A/B x 100			(A-D)	(E x100)/b		(E-G)/B
	A	B	C	D		E	F	G	H
2004	39.086	576.469	6,78%	6.729	17%	32.357	5,61%	11.809	3,56%
2005	40.618	653.452	6,22%	6.718	17%	33.900	5,19%	14.050	3,04%
2006	40.649	650.686	6,25%	7.851	19%	32.798	5,04%	14.255	2,85%
2007	39.329	675.188	5,82%	7.714	20%	31.615	4,68%	14.302	2,56%
2008	33.019	703.908	4,69%	7.871	24%	25.148	3,57%	12.947	1,73%

1) Giacenza media al netto dei fondi di ammortamento.

Il lieve incremento registrato nell'esercizio 2006 è attribuibile alla dismissione di due immobili: confrontando infatti i valori del 2005 con quelli del 2006, si nota che, a proventi lordi sostanzialmente uguali, corrisponde una riduzione nel valore netto degli immobili, determinando dunque una lieve crescita della redditività lorda.

La redditività netta risente, invece, di un graduale aumento dei costi diretti di gestione e pertanto assume un andamento sempre decrescente nel corso del quinquennio considerato, fino a dimezzarsi nel 2008.

La riduzione della redditività del patrimonio immobiliare risulta dovuta anche all'incidenza dei costi diretti sui proventi lordi, passata dal 17 per cento del 2004 al 24 per cento del 2008.

Altro fattore che influenza notevolmente la redditività del patrimonio immobiliare, riducendo in misura significativa il rendimento, è la tassazione. Il patrimonio immobiliare è infatti soggetto, come quello di tutti gli altri enti privatizzati, a IRES ed ICI, cui si aggiunge l'onere dell'IVA sull'acquisto dei nuovi immobili, che rimane in capo a Inarcassa come utente finale.

#### 5.2.4 I crediti immobiliari

Alla luce delle considerazioni espresse nelle precedenti relazioni e delle raccomandazioni formulate dai ministeri vigilanti, una particolare attenzione merita l'esame della posizione creditoria della cassa nei confronti dei locatari degli immobili. Infatti, la cassa ha proseguito, nel corso degli esercizi 2006 e 2007, una intensa attività di recupero dei crediti e di controllo della morosità, avviata già a partire dall'esercizio 2002; tuttavia, mentre il trend dei crediti è stato in costante diminuzione fino al 2004, nonostante l'aumento degli immobili a reddito per le avvenute acquisizioni, a partire dall'esercizio 2005 si è registrata un'inversione di tendenza.

La tabella 29 illustra il trend dei crediti nel periodo 2004-2008. Ne emergono variazioni in aumento dei crediti immobiliari (al lordo del fondo svalutazione crediti), che sono aumentati, in valore assoluto, di 775 mila euro nel 2007 rispetto al 2006 (+10 per cento) e di 985 mila euro nel 2006 rispetto al 2005 (+14 per cento).

Va osservato che l'incremento registratosi nel 2006 è giustificabile in parte con la cospicua attività di investimento posta in essere da Inarcassa<sup>13</sup> nel 2004 e nel 2005 (v. tab. 26), in parte al consistente incremento dei crediti verso gli enti pubblici in contenzioso (+ 41 per cento nel 2006, + 13 per cento nel 2007 e -10 per cento nel 2008) crediti che tuttavia presentano un elevato grado di certezza nel recupero di quanto dovuto.

**Tabella 29: Crediti verso locatari**

(in migliaia di euro)

	2004	2005	2006	2007	2008
crediti verso locatari	6.811	6.815	7.800	8.575	7.688
fondo svalutazione crediti	1.653	1.609	1.631	1.664	1.753
netto in bilancio	<b>5.158</b>	<b>5.206</b>	<b>6.169</b>	<b>6.911</b>	<b>5.935</b>

A conferma di quanto esposto, la tabella che segue espone la composizione dei crediti per tipologia di locatario e le variazioni percentuali rispetto all'esercizio precedente. La tabella 30 evidenzia un incremento cospicuo dei crediti immobiliari verso gli enti pubblici in contenzioso nell'esercizio 2006 (+41 per cento) e uno relativamente più modesto nell'esercizio 2007 (+13 per cento) al quale ha fatto seguito una riduzione nel 2008 (-23 per cento). Da non sottovalutare anche l'incremento dei crediti verso altri locatari in contenzioso (+8,7 per cento nel 2006 e +17 per cento nel 2007).

<sup>13</sup> Si veda al riguardo la Tabella 25: Variazione complessiva delle proprietà immobiliari, nella quale è evidente che l'attività di acquisizione degli immobili nel 2005 è stata pari a circa il doppio rispetto a quella posta in essere nell'esercizio precedente.



Il notevole incremento dei crediti negli esercizi 2006 e 2007 e negli anni oggetto della precedente relazione ha inciso inevitabilmente in maniera negativa sui flussi di cassa disponibili e accresciuto il tempo medio di incasso dei crediti, come mostra la tabella 31.

Dalle "ageing analysis" effettuate da Inarcassa, tale incremento va attribuito principalmente alla componente dei crediti formati negli esercizi precedenti per le locazioni relative ad enti pubblici in contenzioso e per quelle relative agli altri locatari.

**Tabella 30: Crediti immobiliari per tipologia di locatario**

(in migliaia di euro)

Tipologia di locatario	2004	2005	var. %	2006	var. %	2007	var. %	2008	var. %
Enti pubblici	367	607	65,4%	257	-57,7%	267	3,9%	102	-62%
Enti pubbl. in contenzioso	3.921	3.583	-8,6%	5.041	40,7%	5.708	13,2%	4.423	-23%
Altri locatari	471	398	-15,5%	300	-24,6%	206	-31,3%	366	78%
Altri locatari contenzioso	2.052	2.227	8,5%	2.202	-1,1%	2.394	8,7%	2.797	17%
<b>TOTALE</b>	<b>6.811</b>	<b>6.815</b>	<b>0,1%</b>	<b>7.800</b>	<b>14,5%</b>	<b>8.575</b>	<b>9,9%</b>	<b>7.688</b>	<b>-10%</b>

**Tabella 31: Tempo medio di incasso dei crediti verso i locatari**

	2004	2005	2006	2007	2008
Crediti vs locatari al lordo del fondo svalutazione	6.811	6.815	7.800	8.575	7.688
Canoni di locazione	35.827	36.782	36.705	35.451	38.026
Tasso di crescita crediti	-	0,1%	14,5%	9,9%	-10,3%
Tasso di crescita dei canoni di locazione	-	2,7%	-0,2%	-3,4%	7,3%
<b>Tempo medio di incasso crediti</b>	<b>69,4 gg.</b>	<b>67,6 gg.</b>	<b>77,6 gg.</b>	<b>88,3 gg.</b>	<b>73,8 gg.</b>

Una particolare attenzione merita anche l'analisi delle movimentazioni del fondo svalutazioni crediti diretta ad evidenziare i crediti che, nel corso di ciascun esercizio, sono stati cancellati a seguito della accertata loro inesigibilità.

La tabella 32 mette in evidenza sia un incremento degli accantonamenti al fondo negli esercizi 2006 e 2008, sia i livelli più elevati degli utilizzi in corrispondenza degli esercizi 2004 e 2008. Mentre questi ultimi si riferiscono alla cancellazione dei crediti a

seguito della accertata loro inesigibilità, l'accantonamento dell'esercizio viene stimato, in modo prudentiale, tenendo conto del loro valore di presumibile realizzo, ai sensi dell'art. 2426 c.c. In complesso, la consistenza finale del fondo svalutazione crediti verso locatari, decrescente nel 2005, subisce un graduale incremento nel corso degli esercizi 2006, 2007 e 2008, evidentemente a seguito della previsione di una minore recuperabilità dei crediti rispetto agli esercizi precedenti.

**Tabella 32: Movimentazione del fondo svalutazione crediti verso locatari**

(in migliaia di euro)

	2004	2005	2006	2007	2008
Consistenza iniziale fondo	2.050	1.653	1.609	1.631	1.664
Accantonamenti dell'esercizio	-	133	323	233	472
Utilizzi	- 397	- 177	- 301	- 200	- 383
Consistenza finale fondo	<b>1.653</b>	<b>1.609</b>	<b>1.631</b>	<b>1.664</b>	<b>1.753</b>

### 5.3 La gestione del patrimonio mobiliare

#### 5.3.1 Consistenza e struttura del patrimonio mobiliare

Come emerge dalla tabella che segue, la consistenza del patrimonio mobiliare di Inarcassa è andata progressivamente aumentando, registrando un picco di aumento nel corso dell'esercizio 2006 (+25 per cento), un incremento relativamente più modesto nell'esercizio successivo e una riduzione del 4,2 per cento nel 2008.

Alla consistenza del portafoglio mobiliare di Inarcassa concorrono, per un verso, la sezione facente capo al circolante, costituita da attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni e dalle disponibilità liquide, che comprendono i titoli detenuti per attività di negoziazione e i depositi bancari e postali, per altro verso, la sezione facente capo alle immobilizzazioni finanziarie, che comprende i titoli acquistati per finalità strategiche e quindi mantenuti in portafoglio come investimento duraturo.

La tabella mette in luce la variazione nella composizione del portafoglio mobiliare nel corso del quinquennio considerato: fra il 2004 e il 2007 si riducono di 10 punti percentuali gli investimenti in immobilizzazioni finanziarie, che comprendono principalmente le partecipazioni in altre imprese ossia titoli detenuti in portafoglio con finalità di investimento duraturo (oltre ai crediti verso i dipendenti per mutui loro concessi), mentre aumenta contestualmente la componente dei titoli destinati alla

negoziazione. Nell'esercizio 2008 si assiste, poi, ad una fortissima crescita delle immobilizzazioni finanziarie, a fronte una sostanziale riduzione di peso delle attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni. Tale variazione va attribuita alla ricognizione dei titoli costituenti il portafoglio mobiliare, effettuata alla data del 31/12/2008 a seguito della deliberazione n. 15023 del C.d.a., al fine di qualificare meglio, come esposto nella nota integrativa al bilancio 2008 *"l'interpretazione della normativa inerente la classificazione dei titoli del patrimonio mobiliare con i principi contabili e gli investimenti di Inarcassa"*.

**Tabella 33: Composizione del portafoglio mobiliare – Valori contabili e percentuali**

(in migliaia di euro)

		2004	2005	2006	2007	2008
Disponibilità liquide	val. ass.	112.758	140.193	267.935	175.959	178.817
	%	6%	7%	10%	6%	6%
Immobilizzazioni finanziarie	val. ass.	508.050	438.551	445.997	497.580	1.934.738
	%	26%	20%	17%	16%	65%
Attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni	val. ass.	1.363.604	1.576.058	1.978.350	2.433.091	862.994
	%	69%	73%	73%	78%	29%
<b>TOTALE</b>		<b>1.984.412</b>	<b>2.154.802</b>	<b>2.692.282</b>	<b>3.106.630</b>	<b>2.976.549</b>

### 5.3.2 Analisi dei titoli e delle partecipazioni immobilizzate

Come illustrato nella tabella 33, il portafoglio mobiliare di Inarcassa comprende titoli attribuiti al comparto delle immobilizzazioni finanziarie<sup>14</sup> e titoli attribuiti al comparto del circolante. I titoli immobilizzati comprendono partecipazioni in imprese collegate, partecipazioni in altre imprese, titoli obbligazionari e fondi comuni. La tabella che segue illustra in dettaglio le variazioni dei titoli immobilizzati e la consistenza finale al termine dell'esercizio 2008.

La tabella evidenzia, nel complesso, un sensibile incremento degli investimenti in titoli immobilizzati nel corso degli esercizi 2006 e 2007. Nel dettaglio, il valore finale dei titoli immobilizzati è, tuttavia, il risultato di variazioni in aumento e in diminuzione derivanti dall'insieme delle operazioni poste in essere nel corso dell'esercizio (acquisti, vendite, rimborso di titoli a scadenza, trasferimenti di titoli al portafoglio non immobilizzato, trasferimenti di titoli al circolante). Come accennato, nel corso del 2008, a

<sup>14</sup>Contabilizzati ed iscritti in bilancio al costo di acquisto e svalutati unicamente qualora presentino perdite durevoli di valore.

seguito della deliberazione n. 15023 del C.d.a., è stata effettuata una ricognizione dei titoli costituenti il patrimonio mobiliare.

**Tabella 34: Variazioni annue dei titoli immobilizzati**

(in migliaia di euro)

	2004	2005	2006	2007	2008
ESISTENZE INIZIALI	659.119	503.866	435.266	444.797	496.213
<b>AUMENTI</b>	<b>10.441</b>	<b>19.559</b>	<b>47.225</b>	<b>75.882</b>	<b>1.553.253</b>
Acquisti	10.441	19.559	47.225	75.882	237.298
Trasferimenti dal circolante					<b>1.315.955</b>
<b>DIMINUZIONI</b>	<b>165.694</b>	<b>88.159</b>	<b>37.694</b>	<b>24.466</b>	<b>121.588</b>
Vendite	35.000	78.451		10.000	66.942
Rimborsi di titoli a scadenza	40.517	9.708	10.067	14.466	45.204
Trasferimenti al portafoglio non immobilizzato	<b>89.954</b>	0	<b>27.627</b>	0	0
Svalutazioni	223	0	0	0	<b>9.442</b>
ESISTENZE FINALI <sup>1</sup>	<b>503.866</b>	<b>435.266</b>	<b>444.797</b>	<b>496.213</b>	<b>1.927.878</b>

1) Le differenze rispetto alla tabella 33, riguardano la voce "crediti verso altri" delle immobilizzazioni finanziarie, che raccoglie i crediti verso il personale per mutui e prestiti.

A seguito di tale ricognizione una consistente parte di titoli è stata trasferita dal circolante al portafoglio immobilizzato; come evidenziato in nota integrativa, qualora la Cassa non avesse proceduto a tale ricognizione, sarebbero state registrate maggiori svalutazioni per 154.573 migliaia di euro, con un disavanzo finale di esercizio pari a - 28.318.050 euro<sup>15</sup>.

Il trasferimento di titoli nel portafoglio immobilizzato ha invece consentito, tramite il cambiamento del criterio di valutazione, di operare svalutazioni sui titoli immobilizzati per soli 9.443 migliaia di euro.

Inarcassa non si è avvalsa, pertanto, delle misure consentite dal c.d. decreto anticrisi<sup>16</sup>, valutando i titoli precedentemente iscritti nel circolante con gli stessi valori di

<sup>15</sup> Tale risultato deriva dalla differenza tra l'utile di esercizio pari a 126.255 migliaia di euro e le maggiori svalutazioni pari a 154.573.

<sup>16</sup> La legge 28 gennaio 2009 n. 2, che ha convertito il D.L. n. 185 del 2008, il cui art. 15 comma 13 stabilisce che "Considerata l'eccezionale situazione di turbolenza nei mercati finanziari, i soggetti che non adottano i principi contabili internazionali, nell'esercizio in corso alla data di entrata in vigore del presente decreto, possono valutare i titoli non destinati a permanere durevolmente nel loro patrimonio in base al loro valore di iscrizione così come risultante dall'ultimo bilancio o, ove disponibile, dall'ultima relazione semestrale regolarmente approvati anziché al valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole. Tale misura, in

mercato del 31/12/2007; il che avrebbe evitato di procedere alla riclassificazione e al successivo spostamento di tali titoli nel comparto immobilizzato.

Sul lato disinvestimenti, le vendite raggiungono un picco nel 2005 e nel 2008.

Per quanto attiene invece allo spostamento di titoli dal portafoglio immobilizzato al circolante, effettuato negli anni 2004 e 2006, va rilevato che, nel rispetto della normativa civilistica e dei principi contabili<sup>17</sup>, tali trasferimenti avrebbero dovuto essere adeguatamente motivati in nota integrativa con l'indicazione anche dell'influenza complessiva sul bilancio.

In merito al menzionato trasferimento dal portafoglio immobilizzato al circolante, Inarcassa ha precisato, in sede istruttoria, che esso è stato reso necessario al fine di rendere negoziabili i titoli in precedenza classificati come immobilizzati. Il successivo paragrafo relativo all'analisi dei titoli del circolante illustra gli effetti sul conto economico di tale spostamento.

Nell'ambito del portafoglio immobilizzato, una particolare attenzione merita l'analisi delle partecipazioni in imprese collegate<sup>18</sup> e in altre imprese possedute da Inarcassa, i cui valori e i relativi effetti sul conto economico sono esposti nelle tabelle che seguono.

In complesso, nel corso dell'esercizio 2007, la gestione delle partecipazioni di Inarcassa ha dato luogo a svalutazioni complessive per 195.000 euro, di cui 114.000 euro relative alla partecipazione Inarcheck e 81.000 euro relative alla partecipazione FIMIT S.G.R., acquisita nello stesso esercizio; gran parte di tali svalutazioni sono state rettificate nell'esercizio successivo tramite riprese di valore (158 mila euro).

Nel 2008 invece la gestione delle partecipazioni non ha dato luogo a svalutazioni.

La partecipazione ABSOLUTE SCA (classificata tra le partecipazioni in altre imprese e dunque valutata con il metodo del costo), come da delibera della giunta esecutiva n.º 5727/06 del 18/05/2006, è stata inizialmente trasferita dai titoli immobilizzati ai titoli del circolante e successivamente venduta nel mese di luglio 2006 ad un controvalore di 2.020.022, registrando, pertanto, una plusvalenza di 19.978 euro.

---

relazione all'evoluzione della situazione di turbolenza dei mercati finanziari, può essere estesa all'esercizio successivo con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze".

<sup>17</sup> Il principio contabile n. 20 stabilisce che è possibile operare un trasferimento di titoli da «immobilizzati» a «non immobilizzati» in un esercizio rispetto al precedente per effetto del verificarsi di situazioni non ricorrenti connesse con mutamenti significativi nelle condizioni esterne di mercato o interne di gestione. Tale spostamento deve tuttavia essere adeguatamente motivato in nota integrativa con l'indicazione dell'influenza complessiva sulla situazione patrimoniale e sul risultato economico dell'esercizio.

<sup>18</sup> Ai sensi dell'art. 2426 c.c. le partecipazioni in imprese controllate e collegate sono valutate secondo il criterio del patrimonio netto. Pertanto se dalla valutazione di fine esercizio emerge un incremento di valore nel patrimonio netto della società controllata/collegata, la partecipazione verrà iscritta in bilancio ad un valore superiore, viceversa nel caso in cui si verifichi una perdita. Le partecipazioni in altre imprese sono valutate in base al criterio del costo e svalutate unicamente in presenza di perdite durevoli di valore.

**Tabella 35: Partecipazioni in imprese collegate***(in migliaia di euro)*

INARCHECK							
ANNO	CAPITALE SOCIALE	PATRIMONIO NETTO	UTILE/ PERDITA	QUOTA POSSEDUTA	VALORE BILANCIO	EFFETTI SUL CONTO ECONOMICO	
						RIVAL.	SVAL.
2004	900	964	64	36,67%	354		
2005	1.000	1.107	42	33%	365	11	
2006	1.000	1.159	52	33%	382	17	
2007	1.000	811	-316	33%	268		-114
2008	1.000	1.044	232	33%	345	77	

**Tabella 36: Partecipazioni in altre imprese***(in migliaia di euro)*

FONDI ITALIANI PER LE INFRASTRUTTURE								
ANNO	COSTO DI ACQUISTO	CAPITALE SOCIALE	PATRIMONIO NETTO	UTILE/ PERDITA	QUOTA POSSEDUTA	VALORE BILANCIO	EFFETTI SUL C.E.	
							RIV.	SVAL.
2007	429	10.500	12.168	- 2.832	2,86%	348		-81
2008	429	10.500	16.005	3.837	2,86%	429	81	
FIMIT S.G.R.								
ANNO	COSTO DI ACQUISTO	CAPITALE SOCIALE	PATRIMONIO NETTO	UTILE/ PERDITA	QUOTA POSSEDUTA	VALORE BILANCIO	EFFETTI SUL C.E.	
							RIV.	SVAL.
2008	5.349	5.574	42.614	13.329	5%	5.349	-	-
ABSOLUTE SCA								
ANNO	COSTO DI ACQUISTO	CAPITALE SOCIALE	PATRIMONIO NETTO	UTILE/ PERDITA	QUOTA POSSEDUTA	VALORE BILANCIO	EFFETTI SUL C.E.	
							RIV.	SVAL.
2004	2.010	310	23.034	-1.011	5,20%	2.010	0	0
2005	1.952	365	25.112	2.796	4,96%	1.952	0	0
2006	-	-	-	-	-	venduta	-	-

### 5.3.3 Analisi dei titoli del circolante

I titoli del circolante comprendono investimenti mobiliari in titoli emessi da soggetti operanti nell'area euro ed extra-euro, oltre a partecipazioni non immobilizzate. Tali titoli sono contabilizzati nell'attivo dello Stato patrimoniale nella voce "attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni" ed ulteriormente classificate in partecipazioni in imprese controllate, partecipazioni in imprese collegate, altre partecipazioni ed altri titoli.

La tabella che segue illustra in dettaglio le variazioni dei titoli del circolante e la consistenza finale al termine dell'esercizio 2008.

La tabella evidenzia, nel complesso, una riduzione degli acquisti nel 2005 e un graduale incremento che raggiunge l'apice nel 2007, per diminuire di circa il 45 per cento nel 2008. Il prospetto mette inoltre in evidenza che, mentre negli esercizi 2004 e 2005 l'andamento positivo dei mercati finanziari ha comportato notevoli rivalutazioni dei titoli in portafoglio, in contrapposizione a moderate svalutazioni, la situazione si ribalta nel corso degli esercizi successivi. In particolare, nel 2007 le svalutazioni raggiungono i 71 milioni di euro, mentre nel 2008 le svalutazioni operate sono pari a oltre 285 milioni di euro. Come già evidenziato nei precedenti paragrafi, il massiccio spostamento di titoli dal circolante al comparto immobilizzato ha comportato minori svalutazioni per 155 milioni di euro; inoltre, qualora Inarcassa si fosse avvalsa della facoltà prevista dal c.d. decreto anticrisi, anche in assenza di uno spostamento di titoli da un comparto all'altro, sarebbe stato possibile evitare l'imputazione contabile delle perdite di valore, valutando il portafoglio titoli appartenente al comparto del circolante ai valori di mercato del 31/12/2007.

**Tabella 37: Variazioni annue dei titoli del circolante**

(in migliaia di euro)

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>ESISTENZE INIZIALI</b>	977.537	1.363.604	1.576.058	1.978.350	2.433.091
<b>AUMENTI</b>	<b>1.087.373</b>	<b>781.146</b>	<b>1.035.195</b>	<b>1.224.846</b>	<b>669.489</b>
Acquisti	971.446	715.766	994.475	1.224.846	661.296
Rivalutazioni	25.973	65.380	13.093	-	8.193
Trasferimenti dal	89.954	-	27.627	-	-
<b>DIMINUZIONI</b>	<b>701.306</b>	<b>568.691</b>	<b>632.903</b>	<b>770.105</b>	<b>2.239.587</b>
Vendite	699.761	565.312	604.478	698.914	638.147
Svalutazioni	1.545	3.379	28.425	71.191	285.485
Trasferimenti al	-	-	-	-	1.315.955
<b>RICMANENZE FINALI</b>	<b>1.363.604</b>	<b>1.576.058</b>	<b>1.978.350</b>	<b>2.433.091</b>	<b>862.994</b>

Come già evidenziato nei precedenti paragrafi, nel corso degli esercizi 2004 e 2006, come da delibera della Giunta esecutiva, alcuni titoli sono stati trasferiti dal portafoglio immobilizzato al circolante.

Tale trasferimento, secondo le informazioni fornite da Inarcassa si è reso necessario per rendere negoziabili i titoli precedentemente classificati come immobilizzati e ha comportato la vendita e la realizzazione di plusvalenze nel 2006 per 893.700 euro.



Alcuni dei titoli trasferiti sono invece ancora rimasti nel portafoglio e hanno comportato svalutazioni che ammontano complessivamente a 800.000 euro nel 2006, 350.000 euro nel 2007 e 1.107.597 nel 2008 con una contestuale riduzione del risultato economico dell'esercizio.

Qualora tali titoli fossero rimasti nel portafoglio immobilizzato, essi avrebbero comportato minori svalutazioni per 1.150.000 euro a seguito della differenza del criterio di valutazione adottato e, dunque, l'effetto complessivo sul conto economico avrebbe determinato un incremento dell'utile di esercizio di pari valore<sup>19</sup>.

Per la valutazione della consistenza delle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, la Corte ritiene che, nel rispetto del principio della chiarezza e analogamente a quanto avvenuto per le immobilizzazioni finanziarie, sarebbe utile fornire in nota integrativa per gli esercizi a venire un prospetto delle variazioni operate nel corso dell'esercizio, atteso che il dettaglio fornito nell'apposito allegato non evidenzia specificatamente le varie voci che hanno dato luogo a variazioni in aumento (acquisti, rivalutazioni, trasferimenti dal portafoglio immobilizzato) o in diminuzione (vendite, rimborsi di titoli a scadenza, trasferimenti al portafoglio immobilizzato) del corrispondente valore iscritto in bilancio.

Valgono, anche in questo caso, le considerazioni già svolte nel paragrafo relativo all'analisi dei titoli immobilizzati, circa le motivazioni da esporre in nota integrativa e l'influenza complessiva sul bilancio riguardo ai trasferimenti di titoli da un comparto all'altro (tale motivazione è stata resa solo per il massiccio trasferimento di titoli dal circolante alle immobilizzazioni finanziarie avvenuta nel corso del 2008, a seguito della ricognizione del portafoglio titoli deliberata dal C.d.a., ma non per i trasferimenti operati nel corso degli esercizi precedenti).

Va, infine rilevato che, tra i titoli del circolante sono comprese anche partecipazioni, a partire dal 2007, nella società Campus Bio medico S.p.a.

Tali partecipazioni sono state classificate in bilancio tra i titoli del circolante, come da deliberazione del C.d.a. n° 12429/07 del 18/05/2007. Si riporta di seguito la tabella di riepilogo riguardante le partecipazioni acquisite. Da segnalare che nel 2007 tali partecipazioni sono state classificate nella voce C).III.6 "altri titoli" dell'attivo dello stato patrimoniale, ma avrebbero dovuto essere più propriamente classificate nella voce C).III.4) "altre partecipazioni", con una maggiore aderenza al principio della chiarezza. Sempre in aderenza al principio della chiarezza, si rileva che tali partecipazioni non sono in alcun modo menzionate nella nota integrativa relativa all'esercizio 2007, ma solo nella

<sup>19</sup> I titoli del circolante vengono infatti valutati, secondo l'art. 2426 c.c. al minor valore tra il costo e il valore di mercato, mentre i titoli immobilizzati vengono valutati al costo e svalutati solo in presenza di perdite durevoli di valore.