



*inarc*CASSA

Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza  
per gli Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti

**Piano Triennale di Investimento  
2013-2015**

<b>INDICE</b>	<b>Pagina</b>
<b>Premessa</b>	3
<b>1) L'Asset Allocation di Inarcassa</b>	4
1.1 La gestione del processo di investimento mobiliare	7
1.2 La gestione del processo di investimento immobiliare	8
<b>2) Evoluzione del processo di investimento del portafoglio immobiliare</b>	11
2.1 La gestione degli investimenti immobiliari dopo la privatizzazione	11
2.1.1 Il Cliente Pubblica Amministrazione	12
2.1.2 Le valorizzazioni e gli appalti	12
2.2 Le attività di dismissione di immobili	13
2.3 Gli investimenti immobiliari indiretti	13
2.4 Il Conferimento al fondo immobiliare del patrimonio diretto	16
2.5 La struttura attuale del portafoglio immobiliare	17
<b>3) I rendimenti della classe immobiliare</b>	19
3.1 La valutazione del rischio rendimento del patrimonio immobiliare con gli analoghi parametri dei Titoli di Stato	20
<b>4) Il modello di gestione del patrimonio diretto</b>	22
4.1 Il processo di locazione degli immobili dell'Associazione	25
<b>5) Sintesi e prospetti numerici</b>	26

## Premessa

Il piano 2013-2015, approvato nella riunione del Consiglio di Amministrazione del 22 novembre 2012, è stato redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 8 comma 15 del D.L. 31/5/2010 n. 78 convertito con modificazioni nella L.30/7/2010 n. 122, del decreto 10 novembre 2010 del Ministro dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali e della direttiva del 10/02/2011 del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali e del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

Il piano è relativo al triennio 2013/2015 ed evidenzia, nel complesso, per ciascun anno, l'ammontare, stimato, delle operazioni:

di acquisto di immobili;

di vendita;

di cessione delle quote di fondi immobiliari;

nonché

le operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti:

dalla vendita di immobili;

dalla cessione di quote di fondi immobiliari;

con l'indicazione dei tempi nei quali le operazioni di cassa esposte si realizzeranno.

Il piano evidenzia altresì:

le disponibilità rivenienti dalla vendita con procedure avviate con delibere dei competenti organi assunte entro il 31 maggio 2010.

Le operazioni di conferimento di immobili a fondi immobiliare ai sensi della nota n. DT 62018/11 del 22/07/2011 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del tesoro e Ragioneria Generale dello Stato trasmessa dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, Direzione Generale delle Politiche Previdenziali del 28/07/2011.

Nel documento, ai sensi della citata direttiva del 10/02/2011, è altresì illustrato il modello di gestione degli investimenti e del patrimonio di Inarcassa preordinato alla definizione, in via sistematica, delle linee guida strategiche per la gestione e la minimizzazione del rischio di liquidità e di patrimonio finalizzato all'equilibrio di bilancio richiamato dall'articolo 2, comma 2, del decreto legislativo 30 giugno 1994, 509 e, pertanto, al rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica.

Il paragrafo 1 illustra il processo di investimento complessivo del patrimonio Inarcassa e l'Asset Allocation Strategica ad esso correlata e le procedure tese a conferire la massima trasparenza e pubblicità sui criteri di selezione degli investimenti e dei soggetti coinvolti nelle relative operazioni.

Il paragrafo 2 illustra l'evoluzione del portafoglio Immobiliare nel tempo dalla privatizzazione dell'Associazione in termini delle diverse soluzioni gestionali adottate con l'obiettivo del massimo efficientamento della gestione.

Il paragrafo 3 indica i rendimenti storici conseguiti ed i rendimenti attesi nonché un confronto rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato al fine di una prima verifica dell'efficacia della gestione patrimoniale.

Il paragrafo 4 illustra le politiche e modalità di gestione del patrimonio diretto.

Il paragrafo 5 illustra il "Programma triennale 2013-2015 degli Investimenti Immobiliari redatto ai sensi dell'art. 2 del decreto 10/11/2010 del Ministro dell'economia e delle Finanze e del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali e della Direttiva del 10/02/2011 del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali e del Ministro dell'economia e delle Finanze.

## 1. L'Asset Allocation di Inarcassa

Il processo d'investimento del patrimonio immobiliare d'Inarcassa s'inquadra nella più ampia attività di processo d'investimento dell'intero patrimonio dell'Ente, seguendone logiche e linee guida.

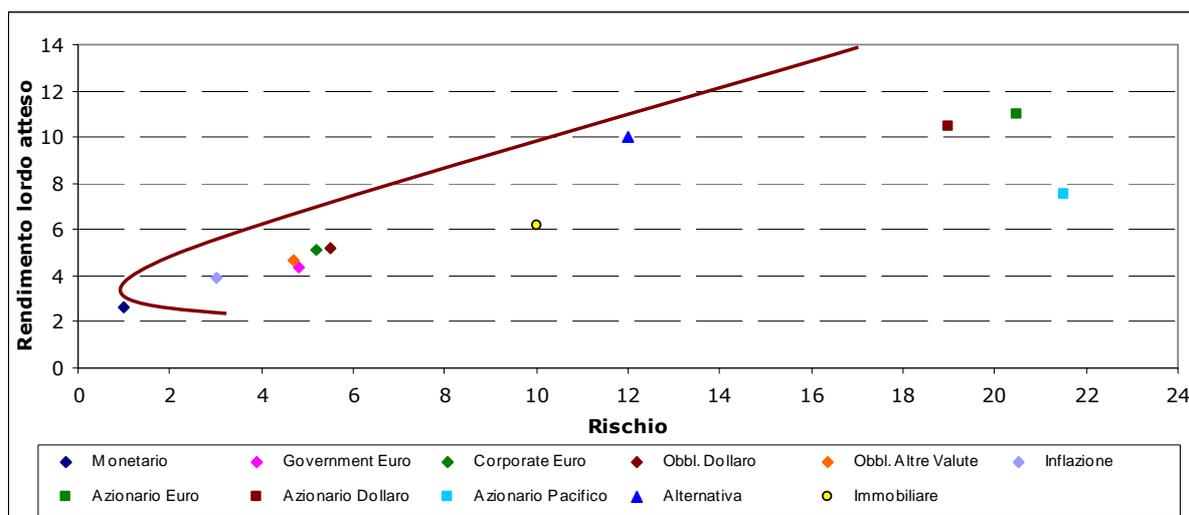
In assenza di forme di regolamentazione specifica in materia di investimenti del patrimonio, Inarcassa a partire dal 2000 si è autoregolamentata traendo ispirazione dai principi dettati per le forme di previdenza complementare e, successivamente, dalla direttiva europea (2003/41/CE) che all'art. 18 propone un approccio qualitativo agli investimenti e prevede che l'allocation delle attività debba essere improntata a criteri di prudenza.

L'Associazione, consapevole del ruolo sociale che svolge, ha sempre avuto massima attenzione ad attuare scelte d'investimento orientate alla minimizzazione del rischio; compatibilmente con tali vincoli, Inarcassa ha perseguito modelli che permettessero di ottenere una redditività tale da contribuire a mantenere un livello di pensioni adeguato.

Per tali ragioni, in occasione del Comitato Nazionale dei Delegati del 6 ottobre 2000 (l'organo deputato, secondo le regole che Inarcassa si è data, all'approvazione dell'Asset Allocation Strategica e dei suoi limiti di flessibilità) sono stati introdotti nuovi criteri di gestione del patrimonio, basati sul principio di correlare la misurazione del rischio con le attese di rendimento. In particolare Inarcassa ha introdotto come metodologia d'investimento, il modello Capital Asset Pricing Model (CAPM), il cui principio base è l'individuazione di quel **portafoglio** d'investimento che massimizzi il rendimento atteso per un dato livello di rischio o minimizzi il rischio per un dato livello di rendimento (cfr. fig. 1).

ESEMPIO DI FRONTIERA EFFICIENTE

FIG. 1



Introdotti, quindi, i criteri guida, il passo successivo è stato quello di determinare i parametri di riferimento: il rendimento atteso di lungo periodo e la massima esposizione al rischio cui sottoporre il patrimonio. Attraverso il modello Asset Liability

Management (ALM), basato sulle proiezioni attuariali del bilancio tecnico, è stato individuato come rendimento atteso del patrimonio quello in grado di soddisfare gli obiettivi istituzionali dell'Ente per un periodo di tempo ampio. Per il parametro dell'esposizione al rischio è stato effettuato uno studio sulle esperienze dei fondi pensione esistenti, volto a definire l'intervallo di rischio accettabile per Inarcassa.

La scelta del profilo ottimale di rischio/rendimento è effettuata in base a un rendimento atteso del patrimonio in grado di soddisfare gli obiettivi istituzionali dell'Ente con il vincolo di mantenere un parametro di rischiosità contenuto nel rispetto della funzione istituzionale dell'Ente di erogare servizi previdenziali ed assistenziali (attualmente l'AAS prevede un rendimento lordo obiettivo del 3,6% con una volatilità del 4,7%).

La definizione dell'Asset Allocation Strategica avviene attraverso la scelta delle classi d'investimento ed i relativi benchmark e individuando la ripartizione ottimale del patrimonio tra le classi tale da replicare il profilo rischio/rendimento prescelto.

### EVOLUZIONE DELL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA

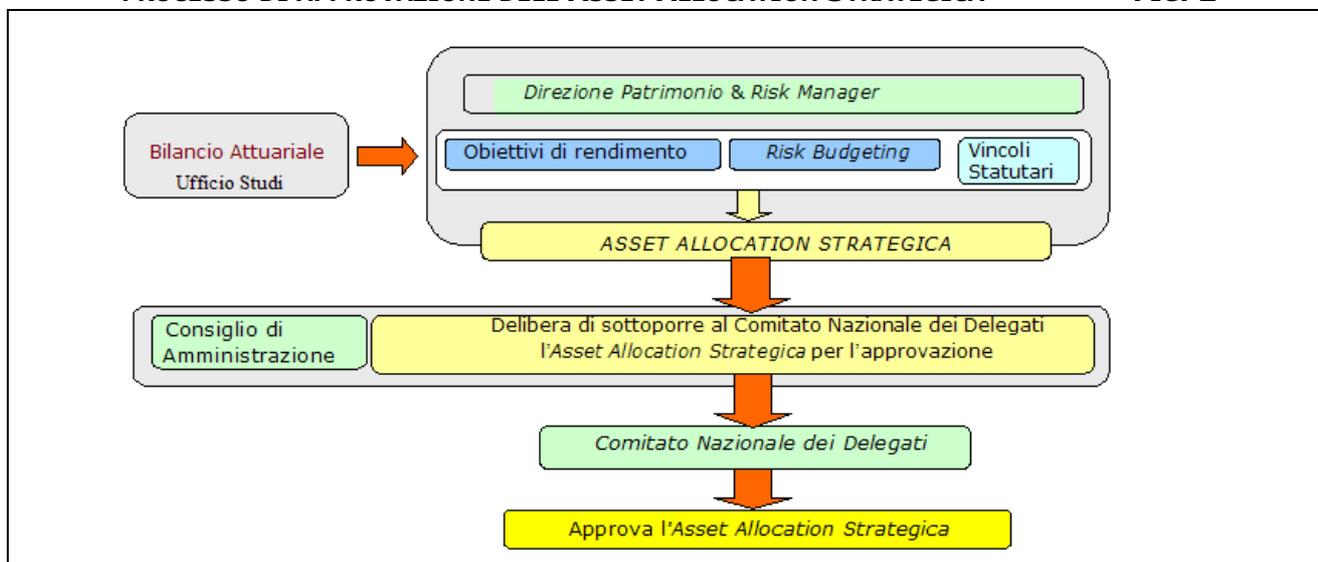
TABELLA 1

Classi	2001/2002	2003/2005	2006/2008	2009	2010/2011	2012
Monetario			2%	2%	2%	2%
Obbligazionario	49%	41%	37%	37%	42%	48,5%
Azionario	28%	18%	22%	21%	20%	15,5%
Alternativi		14%	14%	15%	12%	11,5%
Immobiliare	23%	27%	25%	25%	25%	22,5%

L'Asset Allocation Strategica è frutto di una rigorosa proposta (cfr. Fig. 2) che è sottoposta all'approvazione del massimo organo di governo della Cassa (il Comitato Nazionale dei Delegati) e trasmesso ai sensi dell'art. 3, comma 3, del D. Lgs. N. 509/94 al Ministero Vigilante (Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali). Tale atto precede ed è propedeutico alla formazione del Bilancio Preventivo.

### PROCESSO DI APPROVAZIONE DELL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA

FIG. 2

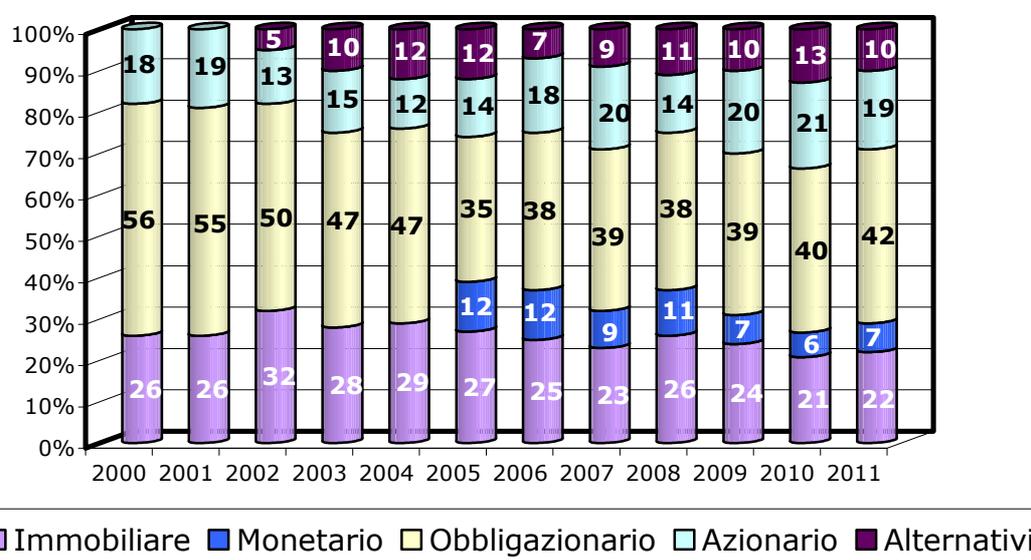


Nel corso del tempo Inarcassa ha provveduto:

- ad effettuare la revisione periodica dell'Asset Allocation, in funzione delle variazioni di volatilità dei mercati al fine di mantenere costante il grado del rischio assunto (cfr. Tab. 1);
- ha anche adottato un criterio di flessibilità, espresso dall'Asset Allocation Tattica, mediante la predeterminazione dei limiti massimi e minimi di esposizione in ognuna delle singole classi d'investimento, che permette di sovrappesare o sottopesare una classe di investimento in funzione di particolari e temporanei andamenti dei mercati finanziari ed immobiliari (cfr. fig. 3) al fine di conseguire maggiore prudenza in momenti di particolare volatilità dei mercati.

**EVOLUZIONE DELL'ASSET ALLOCATION TATTICA**

**FIG. 3**



Una delle modifiche più importanti all'Asset Allocation Strategica nel corso del tempo è stata la creazione di una classe separata per gli investimenti alternativi (cfr. tab. 1). L'approccio di Inarcassa a questa tipologia d'investimenti che comprende, in particolare, gli Hedge Funds, è stata sempre molto prudente, volta a verificare che le loro caratteristiche, rispondessero effettivamente alle esigenze dell'ente: assicurare una garanzia del capitale e una stabilità dei rendimenti ed, al tempo stesso, perseguire l'obiettivo di crescita di lungo termine del patrimonio in qualsiasi contesto di mercato.

L'Asset Class degli investimenti alternativi è stata successivamente implementata inserendo nel comparto gli investimenti in Private Equity; classe che inizia a generare rendimenti positivi solo nel lungo periodo, ottenendo però, generalmente, delle performance superiori rispetto alle altre classi di investimento. Quest'Asset Class risponde alle esigenze di un investitore istituzionale quale Inarcassa che ha obiettivi di garanzia del capitale e di massimizzazione del rendimento nel lungo periodo.

L'Asset Class degli investimenti alternativi in generale risulta notoriamente decorrelata dalle altre classi di investimento ed è quindi di fondamentale importanza per migliorare l'efficienza del portafoglio di Inarcassa in termini di rischio/rendimento.

Le modifiche dell'Asset Allocation non hanno riguardato nel tempo solo il comparto degli alternativi ma hanno interessato anche la composizione interna di altri due comparti: il comparto obbligazionario e quello azionario, all'interno dei quali è stata individuata anche una percentuale da destinare ai mercati emergenti al fine di sfruttare le enormi potenzialità offerte da questi paesi.

Nel corso del 2009 Inarcassa ha avviato un processo di revisione degli strumenti d'investimento al fine raggiungere la migliore aderenza ai benchmark di riferimento. Questo processo di studio ed analisi ha portato alla scelta ed implementazione nelle principali classi d'investimento azionaria ed obbligazionaria di mandati di gestione "passivi".

Tali mandati passivi, in titoli e non tramite ETF o strumenti derivati, permetteranno di replicare fedelmente i rendimenti dei benchmark sottostanti, senza sottoporre il patrimonio a fattori di rischio aggiuntivi.

Si tratta di strumenti che hanno la capacità di garantire la massima trasparenza e sicurezza. I titoli dei mandati di gestione sono depositati presso la banca depositaria di Inarcassa, pertanto direttamente detenuti da Inarcassa e soggetti a tutti i controlli e tutele che la banca depositaria svolge in esecuzione del proprio mandato.

Da quanto sopra esposto si vuole rappresentare che la classe immobiliare è vista in maniera sinergica all'interno dell'intero portafoglio del patrimonio di Inarcassa per contribuire alla determinazione del rendimento e della volatilità obiettivo.

Al fine di garantire lo sviluppo di un piano strategico di investimento il più possibile integrato, diretto ed indiretto, del patrimonio mobiliare e immobiliare, coerente con le attese di diversificazione/contenimento del rischio e di rendimento allineate alla missione istituzionale dell'Associazione, nel corso del 2011 si è proceduto con la creazione di una nuova unità organizzativa, la Direzione Patrimonio, in cui sono confluite la Direzione Finanza e la Direzione Immobiliare.

### **1.1 La Gestione del processo d'investimento mobiliare**

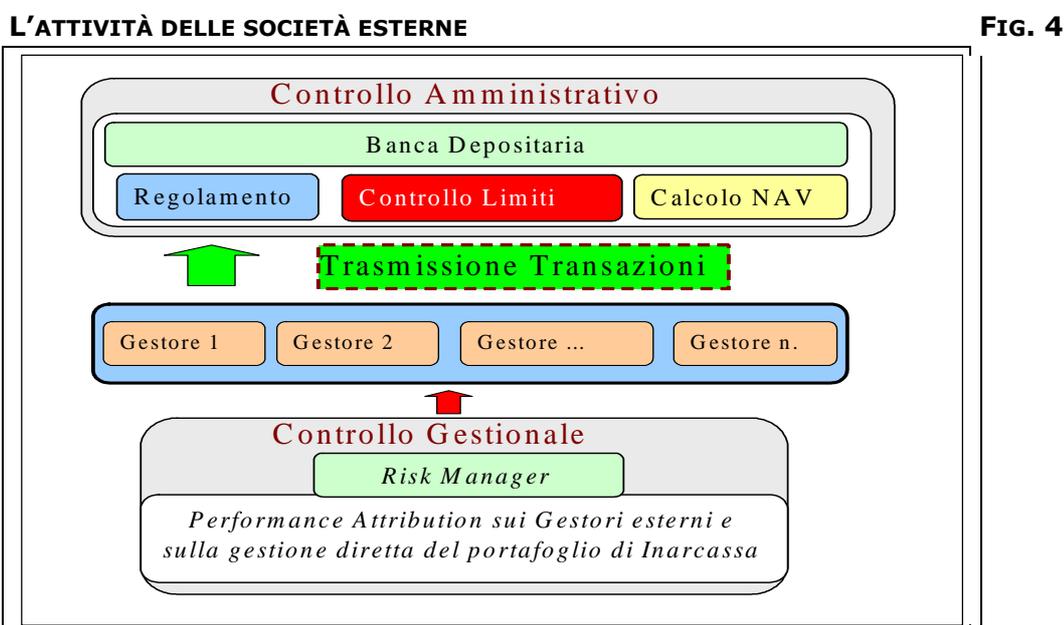
La gestione del processo di investimento, è affidata ad un articolata struttura che si avvale di attori esterni per le attività di misurazione e controllo del rischio e delle performance, e a professionalità specializzate interne per la selezione delle opportunità di investimento e il coordinamento di tutto il processo.

La Direzione Patrimonio è preposta al coordinamento del processo d'investimento del patrimonio mobiliare sia per la parte relativa agli investimenti diretti sul mercato sia per gli investimenti tramite OICR e si occupa della selezione degli strumenti finanziari da proporre al Consiglio di Amministrazione, nell'ambito dei vincoli imposti dall'Asset Allocation Strategica. I fondi e gli strumenti finanziari vengono selezionati dopo un'analisi del mercato di riferimento e delle valutazioni sia quantitative che qualitative nel rispetto della diversificazione adottata anche all'interno di ogni Asset Class e tra i gestori.

Le attività di misurazione del rischio e di formazione e controllo dell'Asset Allocation è stata invece affidata ad una società esterna di **risk management** (cfr. fig. 4). Oltre a tali funzioni, svolte in maniera periodica, questa società è chiamata a valutare, a cadenza trimestrale, gli investimenti, sia che essi siano stati fatti direttamente sul mercato sia tramite OICR, attraverso l'utilizzo di parametri quantitativi e qualitativi.

Per non incorrere in situazioni di conflitto di interesse nel processo di selezione della società, è stata richiesta come requisito, pena l'esclusione, la totale indipendenza della stessa da società di gestione finanziaria.

Per quanto riguarda la funzione amministrativa e di controllo, Inarcassa ha introdotto, a partire dal 1° gennaio 2005, la figura della **Banca Depositaria/Custode** unica, anch'essa totalmente indipendente dai gestori finanziari. L'introduzione della Banca Depositaria riflette il desiderio di migliorare le funzioni di amministrazione e controllo della attività in titoli. La scelta di Inarcassa è stata, come già anticipato in premessa, quella di autoregolamentarsi internamente prendendo come riferimento il modello dei Fondi Pensione Complementari. I principali servizi forniti dalla Banca Depositaria comprendono, *la custodia e amministrazione degli strumenti finanziari e delle somme di denaro del patrimonio gestito, la gestione delle transazioni dei gestori sui portafogli d'investimento, il controllo amministrativo sulla attività dei gestori, oltre al calcolo del valore del patrimonio (NAV) e della redditività con analisi del rischio a cadenza mensile.*



## 1.2 La Gestione del processo d'investimento immobiliare

Inarcassa, a partire dal 2000, con l'introduzione dei nuovi criteri di gestione dell'intero patrimonio, ha avviato una **"gestione integrata del patrimonio"** mobiliare e immobiliare considerando quest'ultimo una categoria d'investimento importante che contribuisce a realizzare un'effettiva diversificazione del rischio complessivo del portafoglio, grazie a una correlazione storicamente negativa con i titoli azionari e obbligazionari e che al pari delle classi mobiliari ha un proprio **profilo rischio/rendimento**. Come per qualsiasi altra attività finanziaria la valutazione del rendimento non può prescindere dall'analisi del rischio che, nel campo immobiliare, è di doppia natura sistematico e non sistematico.

I **rischi di natura sistematica** includono tutte quelle componenti non eliminabili attraverso una diversificazione degli investimenti quali l'andamento dei prezzi, il regime fiscale, il quadro normativo di riferimento, i tassi d'interesse. Al contrario, i **rischi di natura non sistematica** sono eliminabili attraverso un'attenta

diversificazione degli investimenti e la composizione del portafoglio immobiliare. Tra questi rientrano, il tasso di occupazione degli immobili, i costi di ristrutturazione, il regime fiscale locale, la destinazione d'uso, le dimensioni, la fungibilità, la localizzazione geografica, le caratteristiche specifiche dell'immobile, i rischi di credito e recesso anticipato legate al locatario.

Per controllare i rischi di natura non sistematica a partire dal 2000 la struttura interna della Direzione Immobiliare, che fino a quel momento era organizzata per rispondere ad esigenze tradizionali di gestione, nel corso degli ultimi anni è stata completamente ridisegnata secondo i più attuali modelli gestionali. In precedenza il processo di gestione era articolato sulla base di una **gestione immobiliare di tipo tradizionale** distinta in due fasi: Acquisizione e Gestione del patrimonio.

Il nuovo processo gestionale, in risposta all'evoluzione del mercato, ha previsto una **gestione dinamica del portafoglio immobiliare** adeguando la struttura con l'inserimento di processi e di presidi di Asset - Project e Facility Management all'attività di Property Management.

Le ragioni di questa organizzazione derivano dalla necessità di poter trarre quella parte di plus valore dalle valorizzazioni immobiliari e tendere alla redditività obiettivo indicata dal benchmark. Ciò anche al fine di compensare gli effetti dell'eccessivo carico fiscale a cui sono sottoposte le Casse di Previdenza Privatizzate.

La selezione e valutazione degli investimenti, in conformità a quanto disposto dal "Regolamento di Contabilità" dell'Associazione, è avvenuta e avviene, da parte degli Organi deliberanti, previa verifica della Direzione Immobiliare di Inarcassa, seguita da un parere della "Commissione di Congruità Acquisti e Dismissioni" composta da membri del Comitato Nazionale dei Delegati (Architetti e Ingegneri).

La flessione del mercato immobiliare ha indotto Inarcassa a ridurre l'attività di acquisizione/dismissione di immobili diretti e a concentrarsi nella razionalizzazione del proprio patrimonio.

A partire dall'anno 2002 l'Associazione, a completamento dell'avvio del **nuovo processo di gestione integrata del patrimonio**, ha affidato mediante gara pubblica, la valutazione annuale del proprio patrimonio immobiliare al valore di mercato a primarie società specializzate nella valutazione di portafogli immobiliari. Le metodologie utilizzate nel processo di valutazione hanno seguito i criteri indicati dal Regolamento emanato dalla Banca d'Italia relativo alla valutazione dei beni immobili detenuti dai fondi immobiliari da parte di Esperti Indipendenti.

Scopo di questa valutazione è quella di ottenere un valore costantemente aggiornato anche del compendio immobiliare in analogia con quanto avviene con la componente mobiliare del patrimonio, fermo restando ai fini bilancistici il criterio del costo storico.

Inarcassa ha anche aderito, insieme a fondi immobiliari ed altri enti previdenziali, al progetto IPD/NOMISMA finalizzato alla creazione di un **benchmark** immobiliare italiano.

Inarcassa ha inoltre adottato un **Codice Etico** che, in linea con i principi di comportamento di lealtà e onestà già condivisi al proprio interno, è volto a regolare, attraverso norme comportamentali, l'attività dell'Associazione, fissando i principi generali cui la stessa deve conformarsi.

Il Codice si applica ad Inarcassa ed a tutte le società da quest'ultima eventualmente controllate ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359 del codice civile ed è conseguentemente vincolante per i comportamenti di tutti i rispettivi amministratori, dipendenti, collaboratori, fornitori, partner in relazioni d'affari, consulenti e, in generale, a quanti cooperano con Inarcassa o forniscono alla stessa beni o servizi .

Il management di Inarcassa è tenuto ad osservare i contenuti del Codice nel proporre e realizzare i progetti, gli atti e gli investimenti utili ad accrescere nel lungo periodo i valori patrimoniali, gestionali ed il know-how dell'impresa, le prestazioni e i benefici assistenziali per gli associati nonché il benessere di lungo termine per i dipendenti.

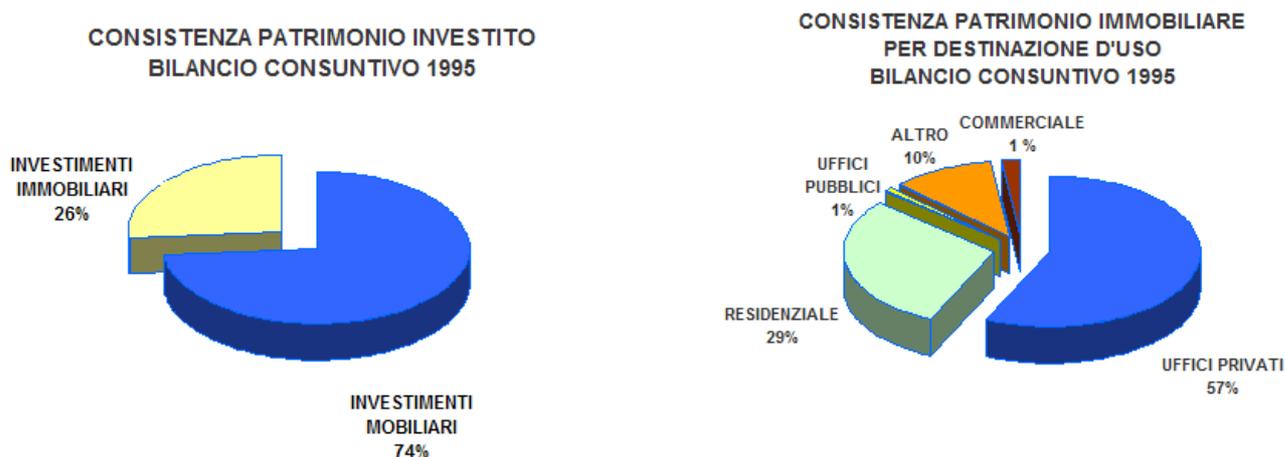
Nella conduzione di qualsiasi attività di interesse di Inarcassa, devono sempre essere ridotte al minimo le situazioni ove i soggetti coinvolti siano in conflitto di interesse.

Si ritiene sussistente un conflitto di interesse nel caso in cui un dipendente, un collaboratore o un amministratore persegua un proprio obiettivo personale e/o istituzionale per effetto di incarichi assunti presso altri enti/istituzioni, diverso da quello perseguito da Inarcassa o si procuri volontariamente un vantaggio personale in occasione del compimento di attività svolte nell'interesse di Inarcassa.

## 2. Evoluzione del processo di investimento del portafoglio Immobiliare

### 2.1 La gestione degli investimenti immobiliari dopo la privatizzazione

Nel 1995, anno della privatizzazione di Inarcassa, la consistenza contabile degli investimenti immobiliari era pari al 26% dell'intero patrimonio investito ed il portafoglio immobiliare, composto da 32 complessi cielo terra, presentava una destinazione d'uso con una elevata presenza (pari all'86%) della classe "uffici privati" e "residenziale" localizzati in prevalenza a Roma e nella provincia di Milano. (cfr. fig. 5).



**FIG. 5**

Dal 1996 Inarcassa ha iniziato un generale riposizionamento del proprio Asset e tale operazione ha ovviamente interessato anche la classe immobiliare.

Nel periodo 1996-2000 ha acquistato 22 complessi immobiliari per 145,4 milioni di euro con destinazione prevalente ad uso ufficio pubblico e privato, alberghiero, localizzati nei principali capoluoghi di provincia italiani, al fine di migliorare il rapporto rischio-rendimento del portafoglio immobiliare tramite una maggiore diversificazione territoriale e per destinazione d'uso e, in relazione alla redditività complessiva del patrimonio, attraverso la diluzione della classe residenziale, notoriamente con marginalità ridotta rispetto alle altre classi. Con l'occasione si segnala un'altra caratteristica del portafoglio immobiliare di Inarcassa: la bassa concentrazione del valore di ogni singolo immobile, ovvero l'elevato frazionamento, pur trattandosi di edifici cielo/terra.

Nel periodo 2001-2008 l'Associazione ha proseguito la propria attività di investimento partecipando a numerose aste del patrimonio immobiliare pubblico (SCIP-CONI-FS-Enti previdenziali pubblici e Privati) e aggiudicandosi, per un importo totale di 275,4 milioni di euro, 20 complessi immobiliari per la gran parte occupati da Enti Pubblici con contratto di locazione scaduto, per i quali si sono dovute avviare trattative mirate alla rinegoziazione dei contratti, o immobili sfitti per i quali si sono avviate operazioni di valorizzazione.

Un immobile, acquistato dalla Coni Servizi Spa, sito in Firenze è stato occupato senza titolo dal febbraio 2006 da nuclei familiari extracomunitari, ed è stato restituito dalle competenti autorità nella disponibilità dell'Associazione, ancorché in presenza di accoglimento di istanza di sequestro del 12 maggio 2006 e nonostante la situazione di pericolo dei luoghi, essendo l'immobile inagibile, solamente nel mese di agosto 2011.

Nello stesso periodo sono stati, inoltre, acquistati 2 immobili da privati, con destinazione ufficio, per un importo di 49,5 milioni, siti in Roma e in Cernusco sul Naviglio (MI).

### **2.1.1 Il Cliente Pubblica Amministrazione**

Come già descritto al punto 3.1 negli anni delle grandi dismissioni pubbliche Inarcassa ha ritenuto di contribuire a tale processo sia nell'interesse dei propri iscritti, incrementando una classe (Uffici Pubblici) scarsamente presente, sia nell'interesse del Paese.

Purtroppo si sono dovuti constatare i seguenti fenomeni:

- lungaggini nei rinnovi contrattuali: l'Associazione detiene complessi immobiliari, con contratti di locazione scaduti da tempo, per i quali l'Amministrazione Pubblica corrisponde un'indennità di occupazione, in luogo del canone congruibile il cui valore sarebbe circa il doppio;
- introduzione della normativa sulla spending review: la legge ha previsto una rilevante riduzione sui canoni relativi alle locazioni passive, anche in corso, della Pubblica Amministrazione e ha inoltre portato al rilascio di parecchi immobili condotti in locazione con un contratto regolare;
- difficoltà di cambio di destinazione d'uso o di rilocalizzazione per gli immobili liberati o di prossima liberazione: quando la Pubblica Amministrazione rilascia gli immobili, che hanno destinazione catastale B4 (uffici pubblici), è difficoltoso trovare un nuovo conduttore idoneo per tipologia o perseguire un cambio di destinazione d'uso, per la presenza di asincronie tra la decisione centrale della Pubblica Amministrazione e la gestione delegata del territorio agli Enti Locali.

La conseguenza di quanto sopra comporterà la necessità di una riduzione del peso della classe "ufficio pubblico" che immaginiamo possa fundamentalmente avvenire attraverso il blocco degli acquisti futuri come già avvenuto nel passato per la classe "residenziale".

### **2.1.2 Le valorizzazioni e gli appalti**

Altro evento che ha caratterizzato il periodo in discorso è stato quello della "valorizzazione".

Diversi sono stati infatti gli immobili acquistati con la necessità e l'intenzione di una successiva valorizzazione.

E' ben noto che in tale fase spesso si possono conseguire significative crescite di valore e l'Associazione, che rappresenta la professione degli Ingegneri ed Architetti, ha inteso percorrere, per parte del proprio asset, anche questa strada e proprio nel periodo delle "dismissioni pubbliche".

Si è dovuto registrare però come la normativa degli appalti e più in generale il contesto della norma pubblicistica mal si concili con finalità e mercati propriamente imprenditoriali con i quali, ancorché Ente Previdenziale, ci si confronta.

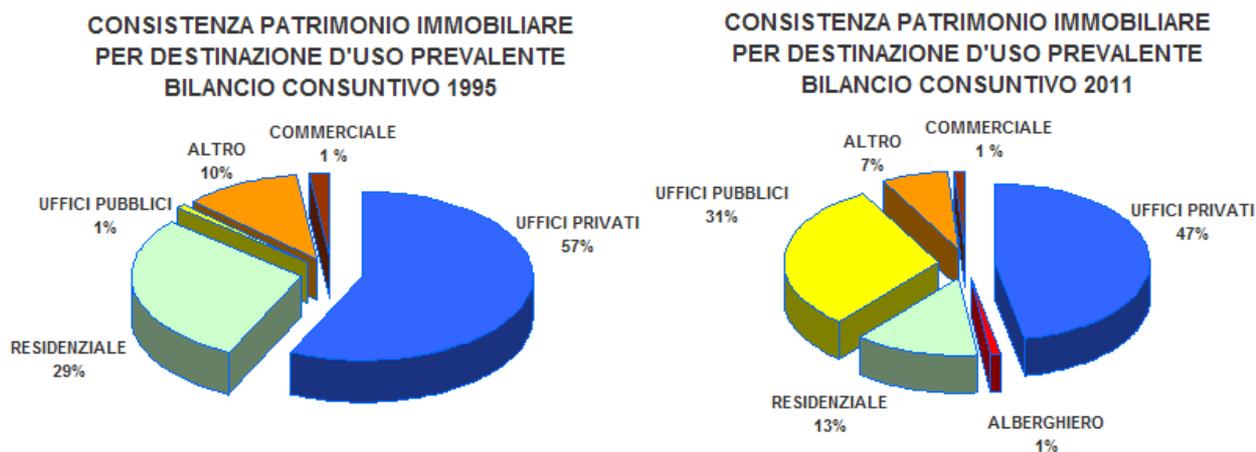
Esempio ne sono le gare aggiudicate ad imprese che, spesso a seguito degli eccessivi ribassi, non sono in grado di rispettare gli impegni. Tale situazione riverbera gli effetti sulla tempestività nell'ultimazione dei lavori che si proiettano in difficoltà commerciali ed in ultima istanza nella competitività dell'Associazione.

Tali considerazioni hanno contribuito alla decisione di costituire un Fondo Immobiliare.

## 2.2 Le attività di dismissione di immobili

Inarcassa ha finora perseguito una logica di investitore di lungo periodo e le dismissioni sono stati eventi assolutamente marginali, anche se le esperienze concluse hanno portato alla realizzazione di plusvalenze maggiori rispetto a quelle attese.

Nel grafico che segue (cfr. fig. 6) è indicata la classificazione degli immobili diretti, destinati a finalità di investimento, per "destinazione d'uso prevalente" con riferimento ai valori contabili del 1995, anno della privatizzazione dell'Associazione e del 2011, ultimo bilancio approvato.



**FIG. 6**

## 2.3 Gli investimenti immobiliari indiretti

Inarcassa inizia l'attività di acquisto in Fondi Immobiliari europei nel 2003 con la partecipazione ad un fondo a raccolta specializzato in operazioni value added, in Italia e all'estero, per un valore medio tra richiami e rimborsi di capitale di circa 4 milioni di euro, con l'obiettivo di avviare una diversificazione del patrimonio immobiliare soprattutto in ambito geografico.

Segue un lungo periodo di riflessione e, nel 2008, alla luce delle esperienze maturate nel mercato dai fondi immobiliari e della evoluzione normativa e di contesto, Inarcassa riprende ad investire in immobili tramite fondi immobiliari. Non poco ha pesato l'esperienza vissuta nei processi di acquisto e valorizzazione, che rimangono una opportunità di creazione di valore, ma difficilmente realizzabile se non perseguita con regole di mercato non applicabili da un Ente Previdenziale peraltro gravato da una ben più onerosa fiscalità.

Negli ultimi mesi del 2008 queste considerazioni hanno indotto l'Associazione a procedere verso investimenti immobiliari di tipo indiretto, con l'acquisto di quote di fondi immobiliari chiusi riservati ad Investitori Qualificati con investimenti core-core plus (fondo Omega e Omicron Plus gestiti dalla IDEA FIMIT SGR), vista la grande opportunità data, all'epoca, dal poter acquisire tali strumenti ad un prezzo fortemente scontato sul NAV, di diversificare gli investimenti immobiliari entrando nel settore delle locazioni ad uffici e filiali bancarie, con il vantaggio dell'applicazione di clausole nei contratti di locazione "double net" (costi di manutenzione ordinaria e straordinaria a carico del conduttore), avendo al contempo completa trasparenza sul portafoglio di tali fondi. Tale scelta ha contribuito ad ottimizzare i rendimenti dell'Asset Class Immobiliare considerando che, per un investitore istituzionale come Inarcassa, il fondo immobiliare:

- genera cash flow stabili nel tempo attraverso una efficace gestione del portafoglio da parte della SGR;
- opera sul mercato immobiliare con le regole proprie dello stesso;
- è fiscalmente efficiente. Gli Enti di Previdenza Privatizzati non detraggono l'IVA e sono soggetti a tassazione sui redditi lordi (per il 27,5%) senza quindi alcuna deducibilità dei costi mentre i Fondi pensione preesistenti, che detengono immobili, in aggiunta al regime sostitutivo che sconta un'imposta dell'11%, subiscono solo una imposizione sostitutiva dello 0,5% sul valore.

Nel 2009, si è avviato il processo di costituzione del Fondo Immobiliare "Inarcassa RE" di tipo chiuso riservato ad investitori qualificati, con caratteristiche conformi alle esigenze economiche, finanziarie, patrimoniali e attuariali, nel rispetto delle regole stabilite dalla Banca d'Italia. Durante lo stesso anno, quindi, Inarcassa ha indetto una gara europea per la scelta della società di gestione a cui affidare la creazione del fondo dedicato; a tale gara hanno partecipato le maggiori SGR italiane.

La gara è stata impostata sul modello della procedura aperta, nella quale la stazione appaltante pubblica un bando per il quale ogni soggetto interessato è legittimato a presentare un'offerta.

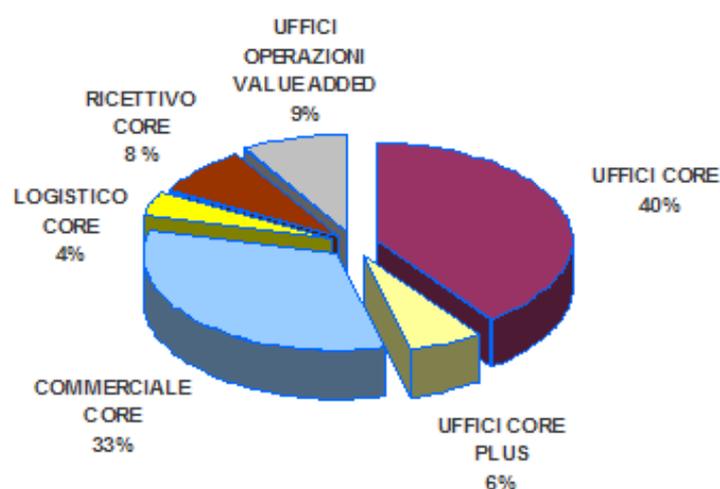
La decisione di utilizzare una procedura di gara strutturata sul modello di procedura aperta previsto dal Codice dei Contratti Pubblici, ha costituito una libera scelta di Inarcassa, fondata su ragioni di opportunità.

La gara si è conclusa con l'aggiudicazione che ha visto fissare le commissioni di gestione allo 0,2%, senza il riconoscimento di commissioni overperformance. Valori che a nostra conoscenza restano i più competitivi del mercato.

In sintesi il Fondo presenta le seguenti caratteristiche (cf.r tabella 2) e asset allocation per destinazione d'uso (cfr. fig. 7):

**TABELLA 2**

Il Fondo:	Fondo immobiliare Chiuso Riservato ad Investitori istituzionali
Gestore del Fondo:	Fabrica Immobiliare SGR
Durata:	20 anni salvo periodo di grazia
Politica di gestione del Fondo:	Prevalenza di Investimenti di tipo core e core plus con un buon livello di diversificazione di destinazione d'uso del portafoglio
Data avvio operatività:	19 novembre 2010
Indebitamento finanziario:	Leva finanziaria massima pari al 20% del valore dell'asset
Obiettivo rendimento:	IRR del 6,7% annuo sulla vita intera del Fondo
Politica distribuzione dividendi:	distribuzione semestrale dei proventi pari ad un min del 10% e max del 30% dei proventi maturati

**FIG 7**

Nel grafico che segue ( Fig. 8) viene evidenziato il diverso rapporto tra rischio e rendimento degli investimenti in immobili diretti, nel fondo Inarcassa RE (che prevede una leva massima del 20% finora non utilizzata), nei fondi immobiliari detenuti nel circolante (che utilizzano una leva del 50-60%).



## 2.4 Il Conferimento al fondo immobiliare Inarcassa RE del patrimonio diretto

Occorre ricordare che la gestione del patrimonio immobiliare di Inarcassa concorre, con il suo risultato, alla solidità e alla sostenibilità della gestione previdenziale. Ad andamenti di mercato fortemente penalizzanti l'Associazione ha contrapposto azioni di miglioramento della gestione che hanno consentito di conseguire risultati positivi. Nonostante ciò, l'inquadramento normativo e fiscale, che il legislatore ha disegnato per le Casse nel corso degli ultimi anni, appare difficilmente compatibile con le tempistiche e la struttura dei costi che il mercato impone per assicurare un'adeguata redditività. Questo gap, penalizzante per l'Associazione in termini di efficienza/efficacia, non potrà che comprimere in modo strutturale la redditività del portafoglio immobiliare.

Con il 2012 si è raggiunto un livello ritenuto ottimale nel rapporto tra gestione diretta e gestione delegata del Patrimonio Mobiliare. Nello stesso tempo, ma con un impatto significativamente inferiore nei volumi relativi, la crescita dei conferimenti a favore del Fondo Inarcassa RE ha modificato il rapporto tra gestione delegata e diretta del patrimonio immobiliare.

In tal senso le considerazioni relative alle modalità di gestione del patrimonio e alla loro efficacia, e l'obbligo di ricerca di redditività che il raggiungimento degli scopi istituzionali impone, rendono oramai ineluttabile indirizzarsi, alla luce dell'attuale contesto normativo di riferimento, verso una gestione totalmente delegata dell'Asset immobiliare. Tale consapevolezza porta a seguire una strada già percorsa da molte Casse di previdenza e indicata, peraltro, come "via maestra" anche dallo Stato, relativa al conferimento degli immobili in gestione diretta.

## 2.5 La struttura attuale del portafoglio immobiliare

Il patrimonio immobiliare di Inarcassa, alla data del 31/12/2011, è costituito da immobili direttamente detenuti e gestiti dall'Associazione, pari a circa l'81% del portafoglio immobiliare, da immobili detenuti e gestiti indirettamente tramite il fondo Immobiliare Inarcassa Re, pari a circa il 11% del portafoglio immobiliare, e da quote di altri fondi immobiliari, pari a circa il 8% del portafoglio immobiliare.

Le tipologie di investimento (diretta/indiretta) degli immobili determinano differenti strategie di investimento/dismissione (cfr. tabella 3).

CLASSIFICAZIONE DI BILANCIO	CONTROLLO SULLE OPERAZIONI DI INVESTIMENTO	TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO	
		DIRETTA	INDIRETTA
ATTIVO IMMOBILIZZATO	ALTO	IMMOBILI DI PROPRIETA'	INARCASSA RE
CIRCOLANTE	BASSO	-	FONDI IMMOBILIARI

TABELLA 3

**Il Patrimonio immobiliare diretto** è costituito da 75 immobili di cui 67 a reddito, 6 in valorizzazione e 2 strumentali (sede Associazione e Archivio documentale) per un valore complessivo di mercato al 2012 di 994 milioni di euro (di cui 956 milioni per immobili destinati a finalità di investimento e 38 ad uso strumentale) ed un valore contabile netto di 707 milioni di euro (di cui 698 milioni per immobili destinati a finalità di investimento e 9 ad uso strumentale).

Gli immobili sono localizzati in 35 capoluoghi di provincia diversi e distribuiti sul territorio nazionale per il 54% a Roma e per il 21% a Milano e provincia, per 15% al Nord, per il 5% al Centro e per il 5% al Sud.

La superficie commerciale è pari a circa 450.000 mq.

Nella tabella che segue è indicata la classificazione degli immobili diretti, destinati a finalità di investimento, per destinazione d'uso prevalente con riferimento ai valori contabili del 1995, anno della privatizzazione dell'Associazione, del 2011, ultimo bilancio approvato ed il valore di mercato 2012 determinato dall'Esperto Indipendente.

<b>DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE</b>	<b>Consistenza a valore netto di Bilancio 1995</b>	<b>Consistenza a valore netto di Bilancio 2011</b>	<b>Consistenza a valore di mercato 2012</b>
Ufficio Privato	57%	47%	51%
Ufficio Pubblico	1%	31%	21%
Residenziale	29%	13%	19%
Alberghiero	0%	1%	1%
Commerciale	2%	1%	1%
Altro <sup>(1)</sup>	11%	7%	7%

(1) Caserma, RSA, Ospedaliero, Industriale

**TABELLA 4**

**Il Patrimonio immobiliare indiretto** è composto da investimenti in quote di 4 fondi immobiliari per un valore al 31/12/2011 di circa 242 milioni di euro a fronte di un costo storico pari a circa 195 milioni di euro (cfr. tabella 5)

<b>FONDO IMMOBILIARE</b>	<b>DURATA INVESTIMENTO</b>	<b>Tipologia investimento in termini rischio/rendimento</b>	<b>% SU INVESTIMENTI AL 31/12/2011</b>
Inarcassa Re	Attivo immobilizzato	core-core plus	11%
Fondo AIG	Circolante	Add value	8%
Fondo Omega	Circolante	core-core plus	
Fondo Omicron Plus	Circolante	core-core plus	

**TABELLA 5**

### 3. I Rendimenti della classe immobiliare

I rendimenti immobiliari, in termini generali, possono essere valutati su basi meramente contabili o su basi gestionali.

E' opinione diffusa che il rendimento della classe immobiliare sia meglio espresso dai rendimenti gestionali.

Le ragioni sono diverse e risiedono nella inadeguatezza del "criterio contabile al costo storico" a dare una fedele rappresentazione del rendimento, mettendo a confronto canoni attuali con valori patrimoniali fermi al momento dell'acquisto (si immagini quale possa essere il rendimento di un immobile acquistato negli anni '80, con l'inflazione dell'epoca ed affittato a valori correnti) e, per contro, nella assoluta necessità che il recupero di valore, cui anche nell'immaginario collettivo l'immobile è destinato, venga considerato anno per anno insieme al canone di locazione per valutare l'effettivo rendimento (e ciò è possibile solo con il rendimento gestionale).

Il rendimento totale lordo gestionale della classe immobiliare è dato, per gli immobili diretti dal rendimento lordo da locazione e dalla crescita annuale del valore di mercato e, per i fondi immobiliari, dalla somma del dividendo lordo distribuito e della crescita annuale del valore della quota.

Nel grafico che segue è indicato il rendimento totale lordo gestionale dell'Asset Class (cfr. Fig.9), rendimento confrontabile con quello dei fondi immobiliari.

La media degli ultimi 7 anni indica un rendimento totale lordo gestionale pari al 5,02%. I minori rendimenti conseguiti negli anni 2008 e 2009 coincidono con la generale fase congiunturale di crisi del mercato immobiliare e sono diretta conseguenza della flessione dei valori. Dal 2010, grazie anche all'ottimo risultato conseguito dai fondi immobiliari partecipati da Inarcassa il rendimento ha ripreso a risalire.

L'Associazione ha come riferimento nella propria Asset Allocation Strategica **un rendimento lordo gestionale target atteso del 4,5%** ed ha intrapreso le opportune azioni per poterlo conseguire nel periodo di osservazione del piano triennale. Le macro azioni consistono in:

- indirizzo dei nuovi investimenti nel Fondo Inarcassa Re con rendimenti allineati ai target assegnati;
- conclusione dei processi di valorizzazione e messa a reddito per gli immobili interessati;
- realizzazione di un limitato, ma mirato, piano di dismissione per gli immobili con rendimento sotto target e non suscettibile di miglioramenti per fattori di mercato;
- azioni di miglioramento sul portafoglio in gestione diretta teso alla riduzione della sfittanza e/o rinnovo dei contratti, ivi inclusi quelli verso la Pubblica Amministrazione.

## IL RENDIMENTO TOTALE LORDO GESTIONALE DISTINTO NELLE SUE COMPONENTI

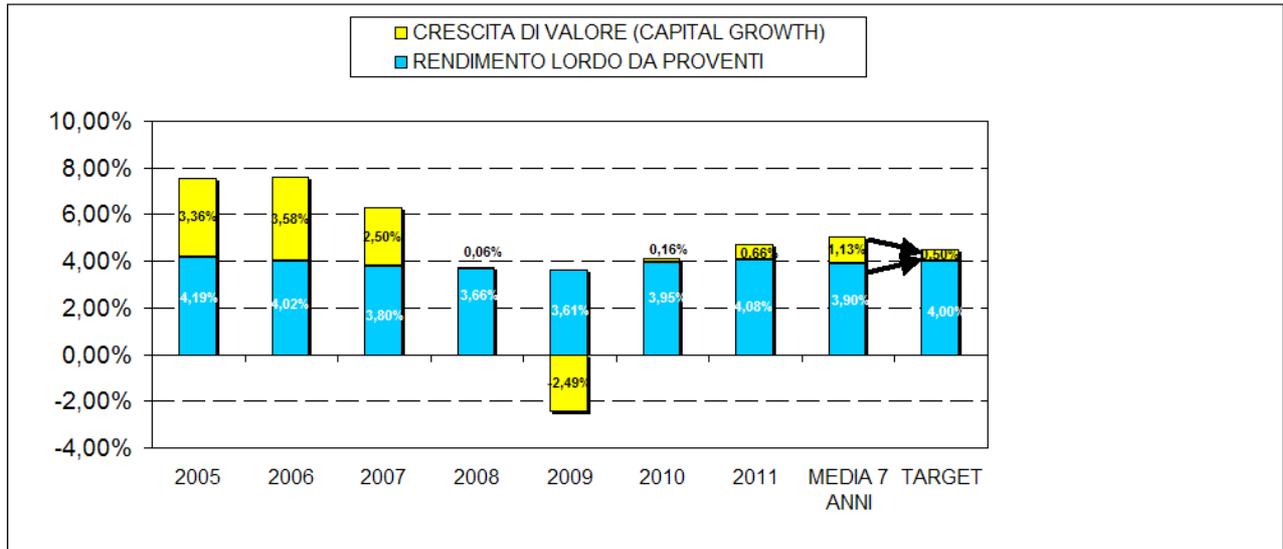


FIG. 9 IMMOBILI DIRETTI + FONDI

### 3.1 La valutazione del rischio-rendimento del patrimonio immobiliare con gli analoghi parametri dei Titoli di Stato

Nel grafico che segue (cfr. Fig.10), è possibile confrontare i rendimenti totali lordi (da proventi e da capital growth) con i rendimenti lordi dei titoli di Stato Italiano. L'utilizzo dei rendimenti dei BOT a 12 mesi (media mensile) come parametro di confronto dei rendimenti immobiliari si basa sul presupposto di trovare un riferimento comune alla ragione che sottende ad entrambi gli investimenti ovvero la difesa dall'inflazione. Si parte dall'idea che i tassi a breve sono quelli che reagiscono in misura più diretta all'andamento dell'inflazione domestica mentre quelli più a lunga scadenza possono essere inficiati da valutazione sul merito di credito, da andamenti particolari sui mercati esteri o su altre attività finanziarie, tutte componenti non direttamente riconducibili all'andamento dell'inflazione.

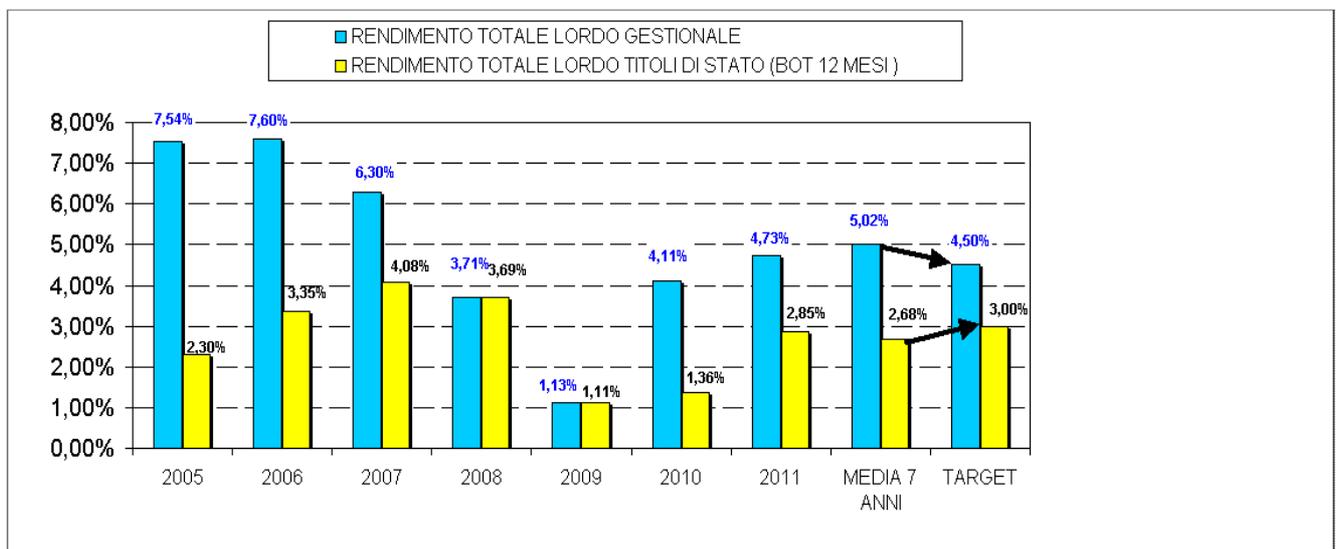


FIG.10 IMMOBILI DIRETTI + FONDI

Un ulteriore parametro da prendere a riferimento per tale confronto è l'indice di Sharpe, essendo questo l'indicatore di rendimento, aggiustato per il rischio, più conosciuto ed utilizzato per questo tipo di analisi.

L'*Indice di Sharpe* è definito come il rapporto tra il rendimento differenziale rispetto all'attività priva di rischio e la *Deviazione Standard* dei rendimenti.

Nella tabella 6 sono riportati i parametri di rendimento e volatilità medi annui attesi adottati per la costruzione dell'Asset Allocation Strategica dal risk manager esterno a fine 2012.

Per la stima dei parametri di rischio rendimento atteso del comparto immobiliare viene preso a riferimento l'indice IPD/Nomisma per il mercato Italiano, l'indice considera sia la redditività degli affitti che l'eventuale rivalutazione degli immobili.

Per l'investimento nei titoli di Stato Italiano, non essendo indicati nello specifico nell'AAS, e considerata l'alta volatilità degli ultimi mesi e l'incremento dei rendimenti, sono stati considerati i parametri che fanno riferimento all'indice JPM GBI Italy (rendimento calcolato come media settimanale del rendimento a scadenza del 2012, la volatilità prende a riferimento i dati settimanali dell'ultimo triennio. L'ultima duration osservata è di 5,9 anni).

I dati del tasso risk free fanno riferimento al tasso Euribor a 12 mesi (rendimento calcolato come media settimanale del 2012), la volatilità prende a riferimento i dati settimanali dell'ultimo triennio.

I risultati ottenuti evidenziano la convenienza dell'investimento nel mercato immobiliare grazie ad un extra-rendimento corretto per il rischio maggiore rispetto ai titoli di Stato (0,51 contro lo 0,49 dell'investimento nei Titoli di Stato, cfr. tab. 6).

Inoltre l'importanza dell'investimento nel comparto immobiliare è dovuta, oltre che per il suo profilo rischio-rendimento, soprattutto per la bassa correlazione con le altre Asset Class.

#### CONFRONTO DEL RISCHIO-RENDIMENTO DEGLI INVESTIMENTI

**TAB. 6**

	<b>Rendimento medio annuo atteso</b>	<b>Volatilità media annua attesa</b>	<b>Indice di Sharpe</b>
Patrimonio Immobiliare	4,5%	6,5%	0,51
Titoli di Stato Italia	5,3%	8,4%	0,49
Tasso Risk Free	1,2%	3,2%	0,00

#### **4. Il Modello di gestione del patrimonio immobiliare diretto**

Inarcassa gestisce direttamente il proprio patrimonio immobiliare con una struttura dedicata suddivisa in tre aree, quella di Facility che si occupa del monitoraggio tecnico-manutentivo e dei servizi a supporto degli immobili, quella di Sviluppo e Valorizzazione e quella di Property che si occupa della gestione amministrativa-commerciale-legale-fiscale, dotate tutte di figure specializzate.

Le ragioni di questa organizzazione derivano dalla necessità di per poter trarre quella parte di plus valore, altrimenti riservata ai valorizzatori, e recuperare parte della redditività persa nel confronto con i benchmark. Ciò al fine di compensare gli effetti dell'eccessivo carico fiscale a cui sono sottoposte gli Enti di Previdenza Privatizzati.

La flessione del mercato immobiliare ha indotto Inarcassa a concentrarsi nella razionalizzazione del proprio patrimonio.

Come già accennato nelle pagine che precedono il vecchio concetto di gestione immobiliare, utilizzato per in passato, di tipo statico-conservativo, ha evidenziato criticità, ormai non più compatibili con le attuali esigenze di redditività e qualità.

Garantire la gestione ottimale del patrimonio immobiliare, sia in termini di rendimento, sia in termini di salvaguardia dei beni, e di customer care, con una più moderna logica gestionale di tipo dinamico, costituisce un obiettivo primario per l'Associazione.

Tale linea strategica, che pone costantemente attenzione al ciclo di vita utile dei beni, viene attuata attraverso il perseguimento di diversi obiettivi:

- Miglioramento del livello di qualità e sostenibilità del patrimonio immobiliare;
- Contenimento dei costi di gestione;
- Aumento del valore degli immobili;
- Garanzia di redditività;
- Incremento costante della qualità tecnica dei servizi erogati (agli edifici e alle persone);
- Uso razionale dell'energia e salvaguardia dell'ambiente.

Anche nella gestione immobiliare Inarcassa ha fatto propri i diversi stimoli ed obblighi normativi che hanno interessato la gestione dei patrimoni immobiliari.

A partire dagli anni '90, infatti, la normativa ha reso obbligatorio per gli enti locali il passaggio da bilanci di tipo amministrativo-finanziario a bilanci di tipo economico-patrimoniale per cui l'immobile non è più una mera voce di bilancio, ma una risorsa economica attiva, con necessità di preservarne il valore nel tempo e allungarne il ciclo di vita utile.

A partire dalla legge 109/94 in materia di lavori pubblici, ribadita dalla successiva legge 415/98, la manutenzione degli immobili è stata inglobata già nella fase di progetto degli stessi. Altre norme (86/1994 e 503/1995), in materia di fondi immobiliari chiusi, hanno esaltato la funzione della manutenzione come strumento indispensabile per preservare la redditività e la qualità dei patrimoni immobiliari oggetto di investimento.

Questo nuovo tipo di approccio viene utilizzato da Inarcassa per gestire tutte le fasi del processo edilizio, suddividendo la "pianificazione strategica", di lungo periodo, (Business Management, strategie tese a contribuire alla creazione di valore aggiunto, e Asset Management, gestione strategica del portafoglio immobiliare e sua valorizzazione nel tempo), dalla "pianificazione operativa", di breve periodo, (Property Management, gestione tecnico-amministrativa degli immobili, e Facility Management, gestione tecnico - funzionale degli immobili, con erogazione di servizi agli edifici, agli spazi e alle persone), attività che, pur attuandosi in momenti temporalmente distinti, sono considerate dalla Direzione Immobiliare di Inarcassa interdipendenti tra loro, poiché contribuiscono tutte a raggiungere i medesimi obiettivi sopra elencati.

In questo contesto le attività manutentive hanno subito un processo di sviluppo, passando da essere considerate dei "lavori" - e in quanto tali controllabili solo rispetto alla quantità - ad attività di "servizio", progettabili, organizzabili e monitorabili in ottica di rispetto della qualità, con obiettivo di incremento del valore e mantenimento della redditività.

Le politiche di manutenzione di Inarcassa seguono, in tutte le sue varie fasi, le linee guida suggerite dalla normativa (UNI 10604 e norme correlate), [...] "le politiche di manutenzione sono attività di controllo di gestione tese al migliore impiego delle risorse tecniche ed economiche al fine di ottenere la disponibilità degli impianti e delle relative prestazioni in funzione delle esigenze operative del Committente, oltre che il mantenimento del valore patrimoniale delle immobilizzazioni stesse" [...], e sono strettamente in linea con le affermazioni e gli obiettivi sopracitati.

L'impiego di diverse strategie manutentive deriva da un'analisi causa/effetto delle conseguenze determinate dal mancato funzionamento di ciascun componente tecnologico su grandezze di primaria importanza come la sicurezza, le norme e l'affidabilità dei sistemi nel loro complesso.

Il piano di manutenzione non viene dunque utilizzato come uno strumento statico ma dinamico, nella capacità e necessità di recepire dalle attività ogni informazione utile alla migliore soluzione economica ed operativa.

Le previsioni di spesa per le attività di manutenzione sono effettuate con:

- obiettivi a breve termine, al fine di quantificare la spesa relativa agli interventi occorrenti nell'arco dell'anno (manutenzione programmata, riparativa, straordinaria);
- obiettivi a medio e lungo termine, al fine di verificare la efficacia economica della politica di manutenzione adottata (investimenti e valorizzazioni);
- budget di spesa "personalizzato" per ciascun immobile e per singolo centro di costo (manutenzione edile, impiantistica, oneri tecnici, pulizie, portineria, vigilanza, altro);
- logica di asset group, con tetto massimo di spesa annuo complessivo, coerente con gli obiettivi di redditività dell'Associazione;
- metodologia basata sulla massima flessibilità, per mezzo della analisi sistematica dei dati puntualmente inseriti nel sistema informativo (ERP) e monitoraggio trimestrale degli stessi, al fine di ripianificare le attività, ove necessario.

La variabile fondamentale nella gestione strategica di un portafoglio finalizzata alla "massimizzazione del reddito" è costituita dalla valutazione dell'entità e del tempo di ritorno dei rendimenti attesi.

E' pertanto di fondamentale importanza conoscere e valutare il grado di performance che il patrimonio potrà realizzare.

Il budget previsionale di spesa è dunque redatto anche sulla base di una Due Diligence tecnico-amministrativa e di una accurata Asset Condition Survey, le cui risultanze individuano le reali necessità operative, in base allo stato conservativo dei beni e al posizionamento all'interno del loro ciclo di vita utile. Tale attività viene aggiornata periodicamente.

Questo consente di predisporre un piano di investimenti di medio periodo (almeno triennale) che individui le necessità di sostituzioni e/o di riqualificazioni, nel costante rispetto della normativa vigente.

Il processo descritto può essere rappresentato sinteticamente nel modo seguente:



Parallelamente alle suddette attività, a partire dal 2009, è stato dato seguito ad un processo di "omogeneizzazione" delle attività prestazionali, attraverso la redazione di capitolati di appalto pluriennali, standardizzati per area territoriale, i cui benefici, già apprezzabili, sono stati quelli di ottenere una maggiore razionalizzazione e uniformità qualitativa delle prestazioni sul territorio, facilitandone il controllo, di incrementare le attività di manutenzione programmata, di ridurre i costi relativi alle riparazioni su guasto e alle manutenzioni straordinarie, di ridurre significativamente il numero dei fornitori, aumentandone contestualmente il livello prestazionale e realizzando economie di scala, con evidenti benefici in termini di riduzione degli oneri gestionali delle attività contrattuali ed amministrative, da produrre e/o gestire.

Questo anche a vantaggio di una maggiore facilità di monitoraggio e controllo da parte della struttura operativa della Direzione Immobiliare, costituita, oltre che da personale interno - building, property e facility managers - anche da alcuni collaboratori esterni localizzati sul territorio, con incremento della qualità prestazionale e della flessibilità operativa.

Tale metodologia e le azioni di miglioramento e monitoraggio attuate dalla struttura operativa, sinteticamente sopra descritte, contribuiscono tutte al perseguimento

degli obiettivi attesi di redditività, salvaguardia dei beni e miglioramento della qualità dei servizi.

#### **4.1 Il processo di locazione degli immobili dell'Associazione**

La valutazione dei canoni di locazione di tutti gli immobili, sulla base di valori di mercato, in conformità a quanto disposto dal "Regolamento di Contabilità" dell'Associazione, avviene, a cura della struttura interna di Inarcassa, con parere della "Commissione di Congruità" composta da membri del Comitato Nazionale dei Delegati (Architetti e Ingegneri).

Per gli immobili ad uso diverso dall'abitativo l'individuazione del conduttore avviene tramite ricerca con l'ausilio di intermediari specializzati e/o a cura della struttura interna ponendo, nella selezione delle proposte in linea con i valori di mercato determinati come sopra, particolare attenzione alla verifica del rischio conduttore, a garanzia del quale viene richiesto anche il rilascio di apposite garanzie (polizze fideiussorie) .

Per gli immobili ad uso abitativo il processo di locazione avviene sulla base delle procedure descritte nel "Regolamento per la locazione degli appartamenti ad uso abitativo" approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Associazione. In particolare è prevista la pubblicazione di un bando per l'assegnazione. I richiedenti che partecipano alla gara per l'assegnazione dell'appartamento devono dimostrare un reddito annuo del nucleo familiare non inferiore a tre volte il canone di locazione annuo.

Agli iscritti ed ai dipendenti di Inarcassa è concessa una priorità nella graduatoria.

## 5. Sintesi e prospetti numerici

Di seguito sono riportati i prospetti numerici che indicano, per ciascun anno, l'ammontare, stimato, delle operazioni di acquisto e vendita di immobili e le operazioni di cessione delle quote di fondi immobiliari, nonché le operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili e dalla cessione di quote di fondi immobiliari, con l'indicazione dei tempi nei quali le operazioni di cassa esposte si realizzeranno.

Vengono altresì rappresentate le disponibilità rivenienti dalla vendita di immobili con procedure avviate con delibere dei competenti organi assunte entro il 31 maggio 2010 (ex art. 2, comma 5 del Decreto del 10.11.10)

Per quanto attiene le operazioni di acquisto sono previste, nel triennio 2013-2015, solo sottoscrizioni di quote del fondo Inarcassa RE e di quote di altri fondi immobiliari per un importo totale di 778 MI euro.

Per quanto attiene le operazioni di vendita è previsto per il triennio 2012-14 un piano di dismissioni per un importo totale di 146,2 MI euro di cui 73,2 MI euro relativo alla dismissione di immobili e 73 MI euro relativo alla dismissione di quote di fondi immobiliari; gli importi indicati sono riferiti a valori contabili. E' previsto il conferimento di immobili del portafoglio diretto al fondo Inarcassa Re per un valore contabile di 644 MI.

La differenza tra l'importo indicato per le operazioni di acquisto e quello per le dismissioni prevede l'utilizzo di fondi derivanti dalla liquidità.

Le operazioni di dismissione degli immobili posseduti direttamente dalla Cassa non rivestono volumi significativi (circa 10%) se rapportati all'intero portafoglio e rispondono ad una mera logica di redditività, il cui miglioramento è perseguito anche attraverso il turn over di quegli immobili non più in grado di raggiungere la redditività attesa.

Per ciascuno sarà identificato il potenziale acquirente attraverso procedure trasparenti tali da consentire il raggiungimento del miglior risultato possibile per Inarcassa.

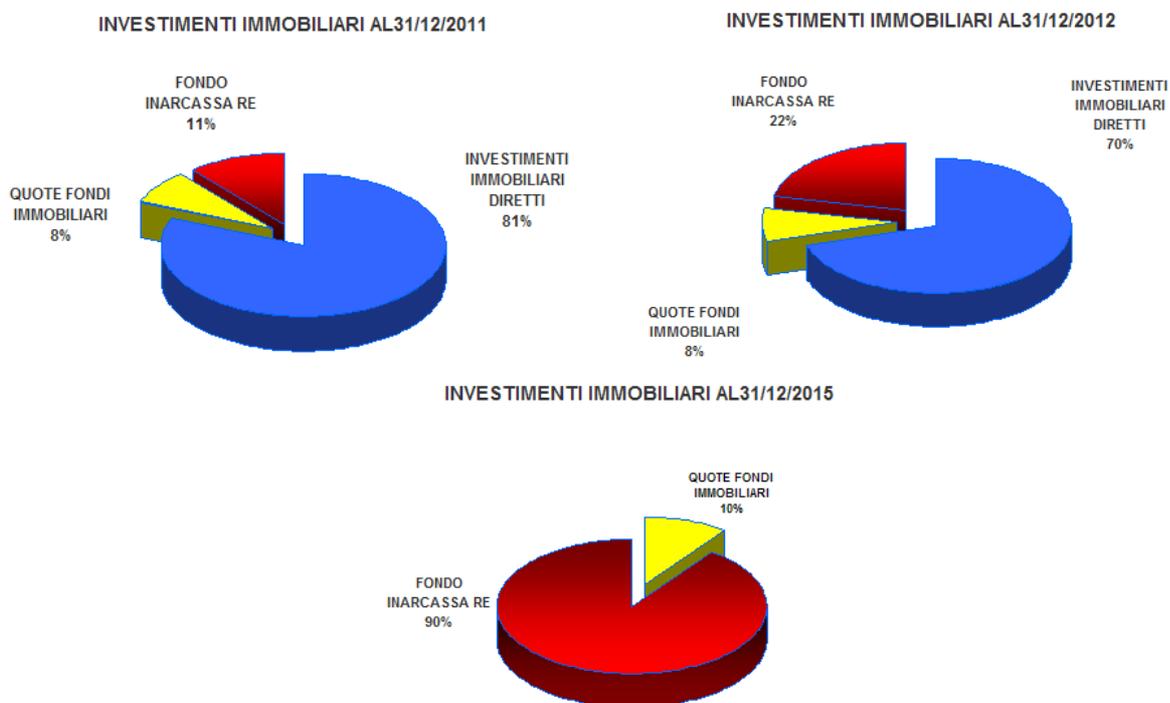
L'intero ammontare riveniente dalla dismissione degli immobili in gestione diretta verrà impiegato in prevalenza nei richiami del fondo InarcassaRE; sono altresì previste dismissioni di quote di fondi immobiliari presenti nel patrimonio circolante, il cui NAV è significativamente incrementato; il ricavato verrà destinato a finanziare i richiami del fondo InarcassaRe e/o l'acquisizione di quote di minoranza di altri fondi immobiliari, in conformità all'asset strategica e secondo le opportunità di mercato.

Si evidenzia che, nell'ambito delle operazioni di vendita degli immobili inseriti nel piano, è possibile, ma al momento non stimabile, che alcuni di essi possano essere apportati a fondi immobiliari.

L'approvazione del piano da parte dei Ministeri alla data del 31 maggio 2012 unito alle non facile congiuntura del mercato immobiliare non hanno ancora consentito l'effettuazione delle dismissioni previste per il 2012.

Infine, si precisa che gli importi derivanti da vendite in attesa degli impieghi successivi nell'asset immobiliare verranno destinati a impieghi a breve in titoli del debito pubblico italiano.

Nella FIG. 11 è indicata l'Asset Allocation prevista al termine del piano triennale:



**FIG. 11**

E' di tutta evidenza la significativa contrazione della quota di investimento immobiliare in gestione diretta a favore dei fondi immobiliari, gestiti in modo professionale.

**OPERAZIONI DI ACQUISTO E VENDITA DI IMMOBILI  
E CESSIONE DELLE QUOTE DI FONDI IMMOBILIARI**  
( DM 10/11/2010)

		IMPORTI COMPLESSIVI		
DM	OPERAZIONI DI ACQUISTO	2013	2014	2015
	<i>(Operazioni la cui efficacia è subordinata alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica da effettuarsi con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali)</i>			
2.01	Acquisti diretti di immobili *	0	0	0
-	Acquisti indiretti di immobili (acquisti di quote di fondi immobiliari) *	220.000.000	230.000.000	230.000.000
	<b>TOTALE</b>	<b>220.000.000</b>	<b>230.000.000</b>	<b>230.000.000</b>
		IMPORTI COMPLESSIVI		
DM	OPERAZIONI DI VENDITA	2013	2014	2015
	<i>(Operazioni la cui efficacia è subordinata alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica da effettuarsi con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali)</i>			
2.1	Vendita di immobili**	25.000.000		
2.1	Cessione di quote di fondi immobiliari	40.000.000	18.000.000	15.000.000
	<i>Disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili e dalla cessione quote fondi immobiliari</i>	<b>65.000.000</b>	<b>18.000.000</b>	<b>15.000.000</b>
		ART.2, COMMA 3 ALLA		
	<i>(Operazioni che non hanno impatto sui saldi strutturali di finanza pubblica che potranno essere poste in essere trascorsi 30 giorni dalla comunicazione del piano senza che i Ministeri vigilanti abbiano formulato osservazioni)</i>			
2.3.A	Vendita diretta di immobili a privati			
2.3.A	Vendita diretta di immobili da ente o cassa previdenziale ad ente o cassa previdenziale o ente della pubblica amministrazione			
Nota DT 62018/11	apporto immobili a fondi immobiliari	644.000.000		
	<i>Disponibilità liquide provenienti dalla vendita immobili</i>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>TOTALE</b>	<b>65.000.000</b>	<b>18.000.000</b>	<b>15.000.000</b>

\* Nota: Somme derivanti da nuova liquidità

\*\*Si evidenzia che nell'ambito delle operazioni di vendita degli immobili è possibile ma al momento non stimabile che gli immobili possano essere apportati a fondi immobiliari

**OPERAZIONI DI UTILIZZO DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE PROVENIENTI DALLA VENDITA DI IMMOBILI O DA CESSIONE DI QUOTE DI FONDI IMMOBILIARI**

(DM 10/11/2010)

DM	TOTALE FONTI DERIVANTI DA	2013		2014		2015	
		VENDITA IMMOBILI	CESSIONE QUOTE FONDI	VENDITA IMMOBILI	CESSIONE QUOTE FONDI	VENDITA IMMOBILI	CESSIONE QUOTE FONDI
	<b>IMPIEGHI</b>						
	<i>(Operazioni la cui efficacia è subordinata alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica da effettuarsi con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali)</i>						
	Acquisti diretti di immobili	0	0	0	0	0	0
	Acquisti indiretti di immobili	0	0	0	0	0	0
	<b>ART.2, COMMA 3 ALL.A</b>						
	<i>(Operazioni che non hanno impatto sui saldi strutturali di finanza pubblica che potranno essere poste in essere trascorsi 30 giorni dalla comunicazione del piano senza che i Ministeri vigilanti abbiano formulato osservazioni)</i>						
2.c3.A	Sottoscrizione di titoli pubblici con somme rivenienti da vendita di immobili	-		-		-	
2.c3.A	Sottoscrizione o costituzione di quote di fondi immobiliari con somme rivenienti da vendite di immobili o fondi immobiliari	25.000.000	40.000.000	0	18.000.000	0	15.000.000
	<b>ART.2, COMMA 1</b>						
	<i>Altre operazioni di utilizzo delle disponibilità provenienti dalla vendita di immobili o da cessione di quote fondi immobiliari distinte per ASSET CLASS</i>						
	- liquidità						
	- obbligazionario						
	- azionario						
	- alternativi						
	<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>25.000.000</b>	<b>40.000.000</b>	<b>0</b>	<b>18.000.000</b>	<b>0</b>	<b>15.000.000</b>

		IMPORTI COMPLESSIVI		
		2013	2014	2015
	<b>ART.2, COMMA 5</b>			
2.c5	<i>disponibilità rivenienti dalla vendita di immobili con procedure avviate con delibere dei comp. organi entro il 31 maggio 2010</i>	48.230.424	0	0
	<b>TOTALE</b>	<b>48.230.424</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA PER GLI INGEGNERI ED ARCHITETTI LIBERI PROFESSIONISTI

il Presidente

Roma /11/2012

**PIANO DI INVESTIMENTO  
2013-2015**

**Appendice**

**Prospetto delle operazioni di cui all'art. 2, comma 5 del Decreto del 10.11.10 del Ministro dell'Economia e delle Finanze e del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali**

Di seguito si riporta l'elenco degli immobili la cui vendita è stata deliberata con atto antecedente al 31.05.2010, già oggetto di separata comunicazione.

PROCEDURE DI VENDITA AVVIATE ALLA DATA DEL 31 MAGGIO 2010						
Compendio immobiliare	destinazione	data delibera CdA	importo stimato	EFFETTI FINANZIARI*		
				2013	2014	2015
Roma via Giusti 13	ABITATIVO	18/10/07	1.418.899	1.418.899		
Novara Via G.Cesare 151,155	ABITATIVO/UFFICIO	29/05/08	4.347.138	4.347.138		
Padova via T. Aspetti 101,103	ABITATIVO/UFFICIO/COMMERCIALE	29/05/08	8.178.569	8.178.569		
Vicenza via della Vecchia Ferriera	LABORATORI	29/05/08	5.265.490	5.265.490		
Benevento via dei Mulini	UFFICIO/ALBERGHIERO	29/05/08	8.605.057	8.605.057		
Isernia Corso Garibaldi	UFFICIO/COMMERCIALE	29/05/08	4.280.624	4.280.624		
Roma via Ravà - via Castiglione	UFFICIO	29/04/09	16.134.647	16.134.647		
<b>TOTALE</b>			<b>48.230.424</b>	<b>48.230.424</b>		
<i>importi aggiornati con il valore contabile 2011</i>						
<i>*Si evidenzia che nell'ambito delle operazioni di vendita degli immobili è possibile ma al momento non stimabile che gli immobili possano essere apportati a fondi immobiliari.</i>						