

all'importo medio delle indennità, passato da 5.572 euro nel 2006 a 5.819 euro nel 2007 (+4,4%) e al numero delle indennità, in lieve diminuzione dalle 2.146 del 2006 alle 2.100 del 2007 (-2,1%). Il 61% del totale delle beneficiarie, e cioè 1.273 professioniste, ha percepito l'indennità minima, pari nel 2007 a 4.310 euro, in quanto in possesso di redditi inferiori al minimo.

#### **4.4 L'assistenza ed i servizi agli associati**

##### LE POLIZZE SANITARIE

Nel corso del 2007, gli associati coperti dalla Polizza sanitaria base (a totale carico dell'Associazione) sono stati pari a circa 146.000. Nel 2007 si sono verificati 840 sinistri (+14,6% rispetto al 2006). I ricoveri sono stati effettuati in gran parte in strutture comprese nel Servizio Sanitario Nazionale (373 sinistri, per un costo di 513.343 euro) e, in parte minore, al di fuori delle strutture convenzionate (189 sinistri) e in strutture convenzionate (278 sinistri), con costi pari, rispettivamente, a 3.648.393 euro e 2.128.488 euro. Le estensioni al nucleo familiare sono risultate 6.968 (+17% rispetto al 2006), per un totale di circa 14.263 soggetti assicurati. Le adesioni alla copertura integrativa, facoltativa e a carico degli associati, sono state 2.477, per un totale di 4.469 soggetti assicurati (+18% rispetto al 2006). Sono stati rimborsati 4.432 sinistri per un costo di 1.663.144 euro.

Il contratto con Unipol/Unisalute è giunto a scadenza il 31/12/2007.

La nuova polizza sanitaria in favore degli iscritti e pensionati di Inarcassa è stata sottoscritta per il triennio 2008-2010 con Assicurazioni Generali, aggiudicataria della gara europea. Fra le novità più significative presenti nel nuovo contratto va evidenziata l'introduzione della Prevenzione Oncologica (che assicura l'espletamento di 19 esami una volta l'anno in strutture convenzionate) e della garanzia "Dread Disease" (che garantisce un'indennità di 2.500 euro al verificarsi di eventi particolarmente traumatici quali infarto miocardio acuto, ictus cerebrale, impianto di stent, angioplastica) oltre a quanto già previsto in polizza per il sinistro. Sono state inoltre negoziate alcune soluzioni che hanno portato ad elevare l'attuale massimale assicurato da 260.000 euro a 500.000 euro per anno, ad incrementare da 100 a 120 giorni il periodo *pre* e *post* ricovero per i quali è previsto il rimborso delle spese sostenute, ad ampliare l'elenco dei Grandi Interventi. Ciascun associato può scegliere, come in passato, di estendere a propria discrezione le prestazioni ai componenti del nucleo familiare che in occasione di questo rinnovo è stato esteso al convivente more uxorio ed ai figli fiscalmente a carico anche se non conviventi.

Per lo stesso periodo è stato inoltre rinnovato il "Piano sanitario integrativo", la cui adesione è sempre a discrezione dell'associato, introducendo variazioni migliorative in termini di garanzie ed elevando il limite d'età dagli 80 ai 90 anni.

##### MUTUI E SUSSIDI

Le istanze di mutuo ammesse da Inarcassa nel 2007 sono risultate 683 (700 nel 2006) per un importo complessivo autorizzato di 92.556.500 euro. I mutui, effettivamente erogati da parte della Banca convenzionata nel periodo gennaio-luglio 2007, sono stati 241 per un importo complessivo di 33.909.000 euro (circa il 60% di quelli iniziali ammessi).

I 683 mutui ammessi da Inarcassa sono così suddivisi: 353 prime abitazioni, 130 studi e 200 studi-abitazione; 626 a tasso fisso e 57 a tasso variabile.

Nel 2007, i sussidi erogati sono stati 31, per un ammontare complessivo di 171.600 euro e un importo medio di 5.535 euro, in luogo dei 23 sussidi del 2006 e del relativo ammontare di 106.900 euro. I sussidi sono stati erogati principalmente a favore di particolari categorie: la categoria dei pensionati ha rappresentato il 54,8% delle richieste totali (17 su 31); seguono quella dei coniugi superstiti (10 sussidi) e quella degli ultra-ottantenni (3 sussidi). L'età media dei beneficiari è stata di circa 45 anni, in diminuzione rispetto ai 55 anni del 2006 e ai 58 del 2005.

#### LA POLIZZA RESPONSABILITÀ CIVILE

Il numero delle polizze Responsabilità Civile, a protezione del rischio relativo all'esercizio dell'attività professionale, è stato a fine 2007 pari a 11.819, con un incremento del 13,7% rispetto al 2006. Il 47% delle polizze è stato sottoscritto da Ingegneri, il 41% da Architetti e il 12% da Studi Associati. L'ammontare totale dei premi a carico dei professionisti è stato di 10.400.000 euro, pressoché uguale a quello dell'anno scorso. In analogia al 2006, l'80% dei contraenti ha scelto la copertura di base e il 20% quella estesa. Le adesioni alla tariffa giovani sono state pari a 2.373 (25%). I sinistri denunciati sono stati 668 (con un incremento del 36% rispetto al 2006), per un importo complessivo di 9.010.00 euro, in aumento del 20% rispetto all'anno precedente.

#### CONVENZIONI

L'accordo quadro sottoscritto con TIM nel 2005 è stato rinnovato a partire dal 1° agosto 2007, con l'introduzione di nuovi profili tariffari.

A fine 2007, i contratti attivati erano 600, per 956 linee telefoniche appartenenti alla rete Inarcassa.

## 5. Lo scenario economico e i mercati

### 5.1 Il quadro internazionale

Nel 2007 l'economia mondiale è nell'insieme cresciuta a un ritmo ancora elevato (+4,9%) in linea con quello dello scorso anno; l'inflazione è rimasta stabile – in media annua – nell'area dell'euro, in calo addirittura negli Stati Uniti, elevata o in forte aumento in paesi come Cina e Russia (cfr. tab.19). In Italia, nel 2007 l'inflazione per l'intera collettività è scesa all'1,8% (all'1,7% l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati).

**TABELLA 19 – PIL E INFLAZIONE NELLE MAGGIORI ECONOMIE**  
(dati in percentuale)

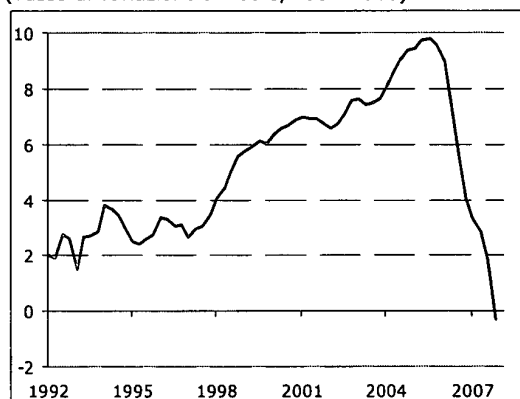
| Paesi       | PIL  |      |      | Inflazione |      |      | ITALIA       | 2006  | 2007  | 2008  |
|-------------|------|------|------|------------|------|------|--------------|-------|-------|-------|
|             | 2006 | 2007 | 2008 | 2006       | 2007 | 2008 |              |       |       |       |
| Stati Uniti | 2,9  | 2,2  | 0,5  | 3,2        | 2,9  | 3,0  | PIL          | 1,8   | 1,5   | 0,3   |
| Giappone    | 2,4  | 2,1  | 1,4  | 0,3        | 0,0  | 0,6  | Consumi pr.  | 1,1   | 1,4   | 0,9   |
| Area euro   | 2,8  | 2,6  | 1,4  | 2,2        | 2,1  | 2,8  | Consumi PA   | 0,8   | 1,2   | 0,7   |
| - Francia   | 2,0  | 1,9  | 1,4  | 1,9        | 1,6  | 2,5  | Investimenti | 2,5   | 1,2   | 0,9   |
| - Germania  | 2,9  | 2,5  | 1,4  | 1,8        | 2,3  | 2,5  | Esportazioni | 6,2   | 5,0   | -     |
| - Spagna    | 3,9  | 3,8  | 1,8  | 3,6        | 2,8  | 4,0  | Importazioni | 5,9   | 4,4   | -     |
| Regno Unito | 2,9  | 3,1  | 1,6  | 2,3        | 2,3  | 2,5  | Inflazione   | 2,1   | 1,8   | 2,5   |
| Cina        | 11,1 | 11,4 | 9,3  | 1,5        | 4,8  | 5,9  | Deficit/PIL  | 3,4   | 1,9   | 2,5   |
| Russia      | 7,4  | 8,1  | 6,8  | 9,7        | 9,0  | 11,4 | Debito /PIL  | 106,5 | 104,0 | 103,6 |

**Fonte:** Per il 2008, previsioni del Fondo Monetario Internazionale (apr. 2008).

Il periodo che va dal 2004 al 2007, caratterizzato da una crescita media vicina al 5%, ha rappresentato una delle fasi più prolungate di espansione dell'economia mondiale imputabile al crescente contributo della "developing Asia" che detiene ormai una quota del PIL mondiale (20,1%) pari a quella degli Stati Uniti (21,4%) e in particolare di Cina e India (rispettivamente 10,8 e 4,6%) che, insieme, si avviano a superare l'area dell'euro (16,1%).

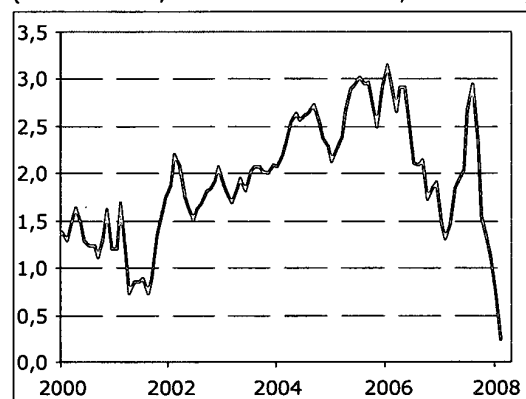
Secondo le recenti previsioni del Fondo Monetario Internazionale, le prospettive di crescita del 2008, almeno per Stati Uniti ed Europa, sono assai meno favorevoli. Già nella seconda metà dell'anno l'attività economica ha cominciato a mostrare evidenti segnali di rallentamento come riflesso della gravissima crisi finanziaria originatasi nel mercato dei *sub-prime* americani, cioè dei mutui immobiliari concessi dalle banche a debitori privi di adeguate garanzie di solvibilità, a tassi e condizioni meno convenienti rispetto alla clientela più affidabile. Larga parte di questi mutui era caratterizzata da tassi indicizzati ai rendimenti di mercato con uno *spread* adeguato al rischio di insolvenza o da piani di rimborso che prevedevano rate all'inizio particolarmente basse e poi crescenti, indipendentemente dall'evoluzione dei tassi di mercato. La brusca frenata del mercato immobiliare americano (la variazione dei prezzi degli immobili è divenuta negativa a dicembre 2007, cfr. fig. 11) ha bloccato quel meccanismo che induceva a una continua espansione nella concessione di mutui e che doveva garantire la solvibilità anche di quelli più rischiosi.

**Figura 11 - USA: prezzi degli immobili**  
(Tasso di variazione annuale, 1992-2008)



Fonte: OFHEO e Thomson Datastream

**Figura 12 - Italia: mutui alle famiglie**  
(flussi in mld €, media mobile a 6 mesi, 2000-2008)

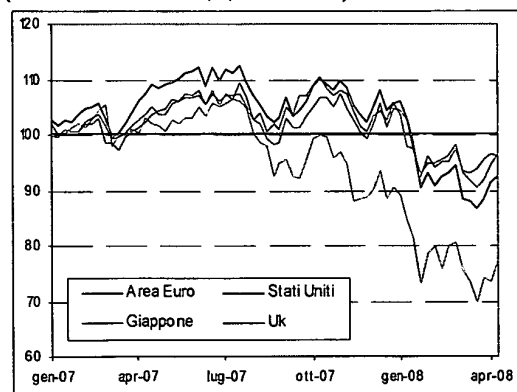


Nella media dei paesi dell'area dell'euro non si è registrato un fenomeno analogo a quello degli Stati Uniti (per dimensioni della caduta dei prezzi degli immobili); ci sono tuttavia segnali evidenti di un forte rallentamento del mercato dei mutui alle famiglie, che in Italia nei mesi più recenti ha fatto registrare una contrazione in termini di flussi (cfr. fig. 12).

Le condizioni dei mercati finanziari internazionali sono ulteriormente peggiorate a inizio del nuovo anno. La crisi dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti si è intensificata ed estesa fino a investire il settore dei mutui di più elevata qualità e quello dell'edilizia commerciale. I mercati finanziari sono stati paralizzati dall'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle esposizioni dei singoli intermediari finanziari a prodotti di credito strutturato collegati, anche indirettamente, ai mutui ipotecari statunitensi.

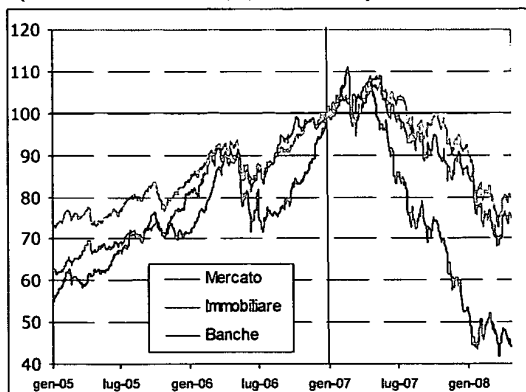
Le quotazioni azionarie hanno conseguentemente fatto registrare fortissime oscillazioni, facendo nel complesso registrare un calo su base annua per la forte flessione intervenuta nell'ultimo trimestre del 2007, poi proseguita nei primi mesi del 2008 (cfr. fig. 13); in Italia, ma in generale in quasi tutte le principali piazze finanziarie (fa eccezione ad esempio la Germania, apparentemente non interessata dal ciclo dell'edilizia), il calo è risultato particolarmente severo per i titoli immobiliari e bancari (cfr. fig. 14).

**Figura 13 - Mercati azionari**  
(2007-2008: indice 1/1/2007=100)



Fonte: Thomson Datastream

**Figura 14 - Italia: mercato azionario**  
(2005-2008: indice 1/1/2007=100)

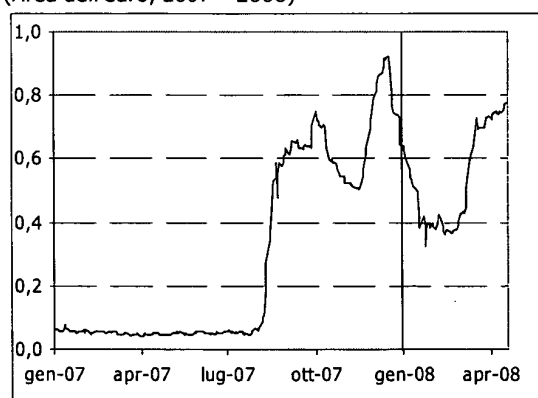


Questo andamento ha riflesso i timori relativi alle implicazioni finanziarie ed economiche della crisi dei *sub-prime* statunitensi; sul forte calo delle quotazioni sembra comunque aver inciso anche un rallentamento della crescita degli utili e un generale deterioramento del clima di fiducia degli investitori. Nel mese di marzo si è registrato un generalizzato aumento dei premi per il rischio sui titoli azionari dei principali paesi. Sulla scia dei bruschi andamenti dei mercati azionari, anche i rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza hanno fatto registrare forti oscillazioni, cui si è accompagnato un altrettanto forte aumento della volatilità implicita del mercato obbligazionario.

A inizio 2008, la crisi innescata dai mutui *sub-prime* è diventata particolarmente rischiosa per la stabilità stessa del sistema finanziario internazionale a seguito del fallimento, e in alcuni casi al salvataggio, di alcune banche statunitensi ed europee che detenevano in portafoglio quantità elevate di attività connesse con mutui ipotecari e altri prodotti strutturati. Il succedersi di annunci - da parte di primari intermediari finanziari - di perdite su crediti e svalutazioni legate allo stesso tipo di attività (perdite che dall'avvio della crisi ammontano a oltre 230 miliardi di dollari) ha finito per inceppare la normale attività di prestito tra le controparti finanziarie.

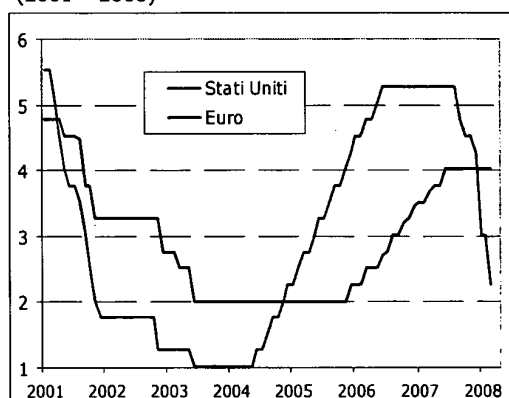
I rischi di una crisi sistemica hanno alimentato nelle Banche Centrali timori per la stabilità dello stesso quadro macroeconomico mondiale, evocando paralleli con la grande crisi del '29. Per contrastare questi rischi le maggiori banche centrali sono intervenute in modo coordinato avviando una serie di operazioni di rifinanziamento per attenuare le pressioni sui mercati interbancari dove lo *spread* tra il tasso interbancario a 3 mesi ed il corrispondente tasso su operazioni con garanzia ha raggiunto livelli storicamente elevati (cfr. fig. 15).

**FIGURA 15 - SPREAD SUI MERCATI INTERBANCARI**  
(Area dell'euro, 2007 - 2008)



Fonte: Thomson Datastream

**FIGURA 16 - TASSI UFFICIALI**  
(2001 - 2008)



La gravità della situazione ha visto per la prima volta la Banca Centrale Europea e la *Federal Reserve* accettare garanzie parzialmente illiquide, che il mercato avrebbe rifiutato, anche nei confronti di istituzioni finanziarie sulle quali non esercitano la vigilanza e quindi non hanno informazioni dirette sulla loro stabilità. In ultimo, la *Federal Reserve* è dovuta intervenire per il salvataggio, tramite la banca *JP Morgan Chase*, della banca d'affari *Bear Stearns* che aveva

registrato gravi difficoltà a reperire liquidità sui mercati, perdendo in un solo giorno il 50% del proprio valore. Contemporaneamente la Banca Centrale Americana ha ridotto, a più riprese, i tassi ufficiali, scesi in breve tempo dal 5,25% di settembre 2007 al 2% di fine aprile 2008. La Banca Centrale Europea, invece, ha lasciato invariata l'impostazione della politica monetaria, con il tasso principale di rifinanziamento fermo al 4% dallo scorso 6 giugno (cfr. fig. 16).

L'aumento del differenziale sui tassi di interesse a breve tra Stati Uniti e area dell'euro ha contribuito a un ulteriore indebolimento del dollaro sull'euro che ha toccato valori di poco inferiori a 1,50 alla fine del 2007; nei primi mesi del 2008 si è assistito ad un ulteriore deprezzamento che ha portato il dollaro a sfiorare quota 1,6 sulla moneta europea.

Dopo il balzo (del 54%) registrato nel 2007, il prezzo del petrolio ha subito un ulteriore aumento (+22%) dall'avvio del 2008, fino a superare il tetto dei 125 dollari al barile. Forti aumenti, legati a una domanda mondiale in rapida crescita, sono stati registrati anche nelle materie prime alimentari.

Secondo alcuni analisti, il calo dei tassi di interesse in termini reali negli USA potrebbe avere incoraggiato l'aumento delle posizioni speculative nette, riducendone il costo e contestualmente favorendo il rialzo del prezzo del petrolio e delle materie prime.

## 5.2 L'economia italiana

Il rallentamento economico innescato dalla crisi dei *sub-prime* ha finora interessato in modo evidente gli Stati Uniti e, in misura più contenuta e assai diversificata al suo interno, l'Europa, ma secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale potrebbe estendersi anche al Giappone, ai Paesi emergenti e alle economie europee.

In Italia, nel 2007 il Pil è aumentato dell'1,5%, in rallentamento rispetto al dato dell'anno precedente (cfr. tab. 19). La crescita è stata sostenuta dalle esportazioni (+5%), dai consumi delle famiglie (+1,4%) e dagli investimenti (+1,2%), in particolare quelli in costruzioni (+2,2% rispetto al +1,5% del 2006) che tuttavia hanno fatto registrare nell'ultimo trimestre del 2007 un netto calo nel settore residenziale. Il miglioramento complessivo dell'occupazione (+1%) ha interessato la componente femminile e i contratti a tempo parziale del lavoro dipendente, a fronte di una flessione nel comparto dei lavoratori autonomi (-1,3%). Il rallentamento dell'economia italiana nel 2007 è risultato più forte che nel resto dell'area dell'euro; il brusco calo dell'attività economica nell'ultimo trimestre non lascia ben sperare per il 2008: nel Rapporto di aprile 2008, il FMI, che a ottobre scorso ancora attribuiva all'Italia una crescita dell'1,3%, ha tagliato le sue previsioni ad un modesto +0,3% che amplifica le differenze con le maggiori economie europee (Francia, Germania, Regno Unito e Spagna). Trova in sostanza conferma il fatto che l'Italia cresce, ma a ritmi inferiori, quando l'economia mondiale "tira", rallenta di più nelle fasi di inversione del ciclo. Questo punto non è senza conseguenze per la crescita del Pil potenziale, quello cioè che si prende a riferimento a regime per le stime di lungo periodo; non è improbabile a questo punto che intervenga una riduzione rispetto all'1,45% sin qui ipotizzato dai principali previsori (la media 2001-2007 è stata pari all'1,1%).

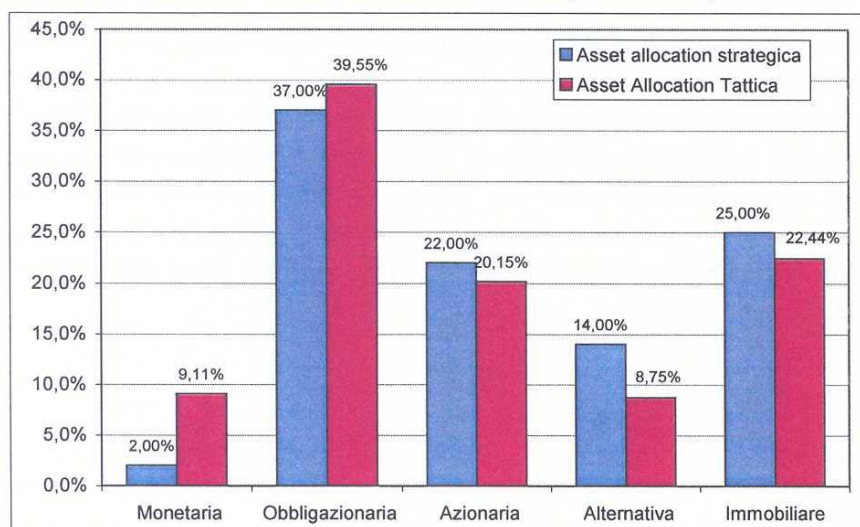
Per quanto riguarda i principali saldi di finanza pubblica, nel 2007 l'indebitamento netto è risultato in miglioramento, passando, in rapporto al Pil, dal 3,4% nel 2006 all'1,9% nel 2007. A questo andamento hanno contribuito in modo significativo le entrate totali che sono aumentate in misura più sostenuta del Pil. Nell'ambito delle entrate tributarie, particolarmente positiva è stata l'evoluzione delle imposte pagate in autoliquidazione, riconducibili a Ires ed a una parte dell'Irpef, cresciute del 24,1%. In base alle analisi del Ministero dell'Economia e delle Finanze, questo positivo *trend* riflette gli effetti delle azioni di contrasto all'evasione e l'aumento spontaneo dell'adesione fiscale (*tax compliance*) da parte dei contribuenti: per il 2007 l'impatto è stato stimato in un maggior gettito di 9 miliardi di euro (pari a oltre lo 0,5% del Pil).

Sul fronte della spesa, le spese correnti al netto degli interessi sono aumentate del 3,6% nel 2007, lievemente al di sotto del Pil. L'effetto di contenimento della crescita è dovuto, in particolar modo, alla dinamica dei redditi del pubblico impiego, in seguito allo slittamento di parte dei rinnovi contrattuali, e dei consumi intermedi. L'onere per prestazioni sociali, invece, è aumentato del 5,2%, con un'incidenza sul Pil del 17,3% rispetto al 17% del 2006 e del 2005: l'effetto è stato esercitato in particolar modo dalle prestazioni diverse dalle pensioni, quali i trattamenti di famiglia e il bonus a favore degli incapienti, mentre la spesa per pensioni ha evidenziato una crescita meno sostenuta.

## 6. La gestione del patrimonio

Nel 2007 gli investimenti sono stati effettuati secondo i criteri previsti dall'*Asset Allocation* Strategica deliberata dal Comitato Nazionale dei Delegati del 5 e 6 ottobre 2006 e riconfermata nel 2007 (cfr. fig. 17). Alla fine del 2007, il patrimonio complessivo di Inarcassa, che ai valori contabili era costituito per l'82% dal patrimonio mobiliare e per il 18% da quello immobiliare, considerato ai valori di mercato è costituito per il 77,56% dal patrimonio mobiliare e, per il 22,44%, dal patrimonio immobiliare (cfr. fig. 17).

FIGURA 17 - CONFRONTO ASSET ALLOCATION TATTICA/STRATEGICA, 2007



Fonte: Inarcassa

Le scelte d'investimento del patrimonio di Inarcassa, in particolare della componente mobiliare, hanno risentito dello sfavorevole andamento del mercato, come descritto nel capitolo 5. Il 2007 verrà infatti ricordato come uno degli anni più critici nell'ambito della storia finanziaria dei mercati.

In questo contesto, il risultato gestionale lordo dell'intero patrimonio di Inarcassa è stato del 2,99% (2,06% al netto delle imposte).

### 6.1 Il patrimonio immobiliare

Il mercato immobiliare italiano, ha chiuso il 2007 ancora con segno positivo nonostante il peggioramento del clima finanziario e la crisi dei mutui *sub-prime*.

I prezzi delle abitazioni nelle grandi aree urbane hanno subito, su base semestrale, un incremento medio del 2% che rappresenta il minor aumento dal 1998, anno dell'inizio del ciclo di crescita (Nomisma, Overview, novembre 2007).

Anche la domanda è costantemente in diminuzione con conseguente riduzione significativa delle compravendite.

Il fenomeno ha riguardato sia le abitazioni che gli immobili per attività economiche.

La caduta è stata particolarmente consistente nelle grandi aree metropolitane: a Milano sono diminuite di 13,5 punti percentuali le compravendite d'abitazioni e di ben 22,8 punti le altre attività. A Roma le compravendite d'abitazioni sono diminuite di 10,1 punti percentuali e di 6,5 punti gli immobili destinati ad attività economiche.

Analizzando i mercati dove Inarcassa è presente con quote rappresentative, si rileva che nel 2007 il comparto dell'edilizia residenziale si è chiuso con un aumento medio dei prezzi del 4,4% e poiché il rallentamento degli scambi e delle quotazioni si è manifestato soprattutto nella seconda metà del 2007, l'andamento negativo sembra destinato ad accentuarsi nel 2008. L'introduzione delle società d'investimento immobiliare quotate (SIIQ) non ha avuto nell'anno particolari effetti concreti sul mercato.

Il 2007, per il comparto immobiliare terziario/direzionale, è stato un anno influenzato da una congiuntura economica negativa. La variazione media dei prezzi è stata del 3,9%. Uguale è stata la variazione dei prezzi registrata dal comparto commerciale (+3,9%), uno degli incrementi più modesti tra tutti i maggiori paesi dell'Unione Europea. Si tratta per lo più di dati provenienti da modelli commerciali di origine anglosassone (*outlet, retail park*) non presenti nel portafoglio d'Inarcassa e che il mercato italiano mostra di non poter ulteriormente assorbire. Il mercato delle residenze per anziani (RSU) ha proseguito in un *trend* stazionario e a tratti negativo. Per gli immobili appartenenti a tale comparto è essenziale la localizzazione e la qualità della gestione.

Il clima complessivo d'incertezza illustrato non ha favorito l'attività di acquisizione/dismissione. Tutte le numerose proposte di acquisto dirette, esaminate nel corso del 2007, sia per l'onerosità delle richieste in relazione alla qualità e localizzazione del bene che per la ridotta redditività, non sono state portate a conclusione.

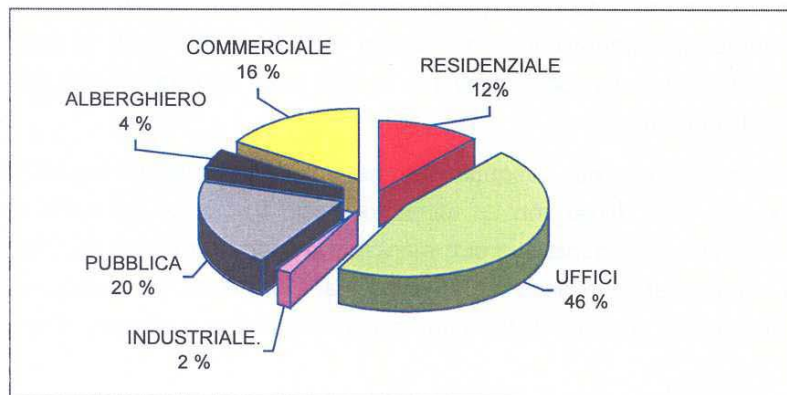
Inarcassa è stata, anche, invitata a partecipare a numerose procedure competitive aperte ad investitori qualificati ed il Consiglio di Amministrazione ha più volte deliberato la partecipazione con offerte attentamente valutate ma che non si sono concretizzate (Portafoglio FIP - fondo immobili pubblici 2007; Fondo Berenice Pirelli RE sgr; Fondo Tecla Pirelli RE sgr; Patrimonio Immobiliare di Magiste *Real Estate Property* S. p. A.; Immobile di proprietà di Safab S.p.A., sito in Roma; Immobile di proprietà dell'Ambasciata del Canada sito in Roma).

E' stata, invece, avviata la dismissione dell'immobile di Messina via Cavalluccio che sarà perfezionata entro maggio del 2008, una volta ottenuta la verifica, con esito negativo, di interesse storico artistico dell'immobile da parte del Ministero competente.

Il patrimonio di Inarcassa ha così raggiunto, a fine anno, il valore contabile di 681.924.784,21 euro.

La composizione del portafoglio immobiliare per destinazione d'uso catastale è riportata nella figura 18.

**FIGURA 18 - LE CLASSI DI INVESTIMENTO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE**  
(per destinazione catastale al 31/12/2007)

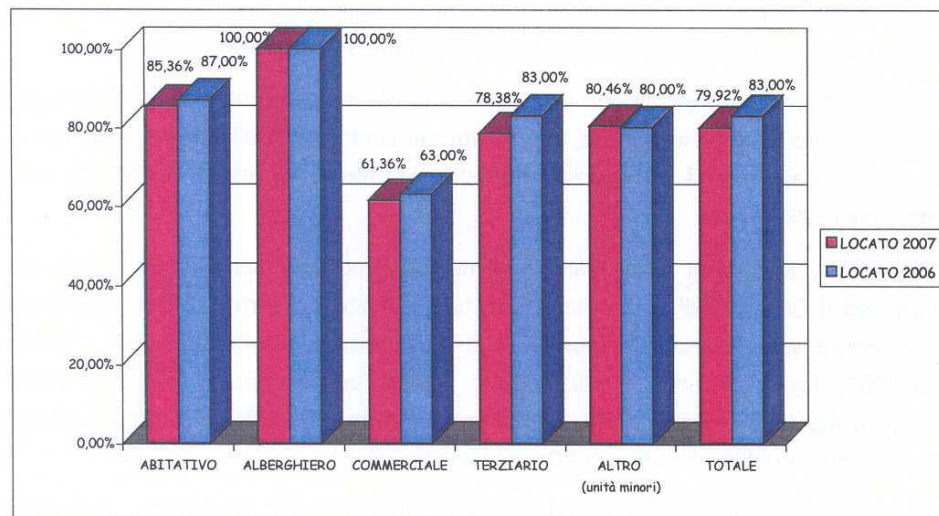


Immobili a reddito per valore netto contabile

**Fonte:** Inarcassa

La situazione locativa a fine 2007, è rappresentata nella figura 19.

**FIGURA 19 - AREE LOCATE DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE DI INARCASSA**  
(percentuale di affittanza per destinazione d'uso al 31/12/2006 e 31/12/2007)



**Fonte:** Inarcassa

Il confronto con il 2006 mostra una diminuzione delle superfici locate nel 2007 di 3,08 punti (83% nel 2006 e 79,92% nel 2007). In particolare le maggiori difficoltà si sono riscontrate nei settori, abitativo (-1,64), commerciale/industriale (-1,64) e in quello terziario/direzionale (-4,62).

Nei primi due casi le cause sono immutate rispetto al 2006: difficoltà di ri-locazione nei complessi abitativi di Novara, via Monte San Gabriele, e Bologna, via Barberia, e scarsa appetibilità degli spazi commerciali (Isernia, Vicenza centro orafa). Diverso è il caso degli immobili terziari/direzionali, dove si è registrato il rilascio di ingenti superfici da parte di soggetti pubblici che hanno avviato una profonda attività di riorganizzazione (INPS immobile di Roma via Ravà - Castiglione) e di società private che, visti i diminuiti utili, hanno ridotto le superfici locate

ottimizzando gli spazi o liberato completamente l'immobile (Manpower in Roma, via S. Maria in Via, e Mccann Worldgroup Italia in Milano via Albricci, conduttori vari per l'immobile di Cernusco edif. A,B,C,D).

#### L'ATTIVITA' DI RIQUALIFICAZIONE E MANUTENZIONE STRAORDINARIA

Nel corso del 2007 è stato completato il lavoro di rifacimento delle centrali, termica e frigorifera, delle unità commerciali e dell'ex cinema posti nell'immobile di Roma via Depretis, il lavoro di ristrutturazione dei piani 3-5-6 e degli spazi comuni dell'immobile a destinazione direzionale di Genova via Pontereale e il lavoro di riqualificazione edilizia e tecnologica dell'immobile di Roma, via Crescenzo 14/16 già locato in blocco.

Sono stati progettati, approvati dai VV.FF. appaltati e consegnati i lavori di adeguamento dell'immobile strumentale di Monterotondo via Amadi e i lavori di sistemazione delle facciate e dei terrazzi di copertura del complesso immobiliare ad uso residenziale di Roma via Gherardi.

Il Consiglio di Amministrazione ha approvato il progetto di consolidamento statico del solaio di copertura e dei locali tecnici presenti dell'edificio direzionale di Gallarate via Marsala ed il progetto definitivo per appalto integrato di riqualificazione dell'immobile di Roma, largo Maresciallo Diaz. Per entrambi sono in corso le procedure di affidamento dei lavori.

E' stata affidata la progettazione esecutiva e direzione lavori di riqualificazione a fini locativi dell'immobile di Cagliari, via Dante, e dell'immobile di Bologna, piazza Malpighi, mentre sono proseguite le riqualificazioni funzionali e tecnologiche degli immobili di Roma, via Po e via Arno, e di Milano, via P. Da Cannobio.

Per l'immobile di Roma, via Giusti, il Consiglio di Amministrazione, dopo aver esaminato lo studio di fattibilità, ha deliberato di procedere alla pubblicazione di una manifestazione d'interesse all'acquisto per la dismissione del bene.

#### IL QUADRO DELLA REDDITIVITA'

Nel 2007 i proventi da locazione sono stati pari a 39.329.509 euro (compresi 3.969.148 euro per recupero dei costi diretti di gestione).

La redditività contabile lorda, calcolata sulla giacenza media, è stata pari al 5,82% (cfr. tabelle 20 e 22), inferiore a quella registrata nel 2006 pari al 6,25% (cfr. tab. 20). Il decremento è dovuto sia all'immobile sito in Roma via Po, al momento sfitto perché in ristrutturazione (ad inizio 2007 l'immobile è stato inserito nel patrimonio disponibile a reddito, mentre negli anni precedenti era classificato come bene strumentale), sia alla diminuzione dei canoni di locazione per 1.246.000 euro, dovuta al rilascio di alcuni immobili da parte di conduttori pubblici e privati. La redditività contabile netta si riduce al 2,56% rispetto al 2,85% del 2006. Nel prospetto che segue è rappresentato il calcolo della redditività contabile del patrimonio immobiliare, calcolata, a differenza del precedente esercizio, senza considerare i costi indiretti e al lordo degli ammortamenti. Per rendere comparabili i dati è stato riclassificato, con lo stesso criterio, anche il rendimento esposto nel Bilancio Consuntivo 2006.

**TABELLA 20 - ANALISI REDDITIVITÀ CONTABILE DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE DI INARCASSA, 2006-07**  
*(importi in migliaia di euro, salvo diversa indicazione)*

|                                                              | 2006          | 2007          |
|--------------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| VALORE NETTO IMMOBILI DESTINATI A LOCAZIONE (giacenza media) | 650.686       | 675.188       |
| PROVENTI LORDI                                               | 40.649        | 39.329        |
| <b>REDDITIVITA' LORDA</b>                                    | <b>6,25%</b>  | <b>5,82%</b>  |
| COSTI DIRETTI DI GESTIONE                                    | 7.851         | 7.714         |
| <b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>                               | <b>32.798</b> | <b>31.615</b> |
| <b>REDDITIVITA' ANTE IMPOSTE</b>                             | <b>5,04%</b>  | <b>4,68%</b>  |
| ICI - IRES                                                   | 14.255        | 14.302        |
| <b>REDDITIVITA' NETTA</b>                                    | <b>2,85%</b>  | <b>2,56%</b>  |

Fonte: Inarcassa

Per contro la redditività gestionale, che tiene conto anche della crescita dei valori immobiliari, è risultata pari, al netto dell'inflazione, al 2,39% (cfr. tabella 22).

#### I CREDITI IMMOBILIARI

A fine 2007 i crediti immobiliari sono aumentati di 775.000 euro rispetto al 2006 (cfr. tab. 21); la composizione dei crediti per tipologia di locatari evidenzia la causa di tale incremento; infatti, la quota sui crediti totali nei confronti degli Enti Pubblici, che presentano un elevato grado di certezza nel recupero di quanto dovuto, è cresciuta di 677.000 euro, aumentando l'incidenza di questa tipologia di crediti, sul totale, dal 68% del 2006 al 70% nel 2007.

Infine, la quota dei crediti per i quali è stato attivato il contenzioso sul totale è aumentata dal 93% del 2006 al 95% nel 2007.

**TABELLA 21 - CREDITI IMMOBILIARI, 2002-2007**

*(importi di fine anno in migliaia di euro)*

| Locatari                            | Crediti tot.<br>cumulati<br>2002 | Crediti tot.<br>cumulati<br>2003 | Crediti tot.<br>cumulati<br>2004 | Crediti tot.<br>cumulati<br>2005 | Crediti tot.<br>cumulati<br>2006 | Crediti tot.<br>cumulati<br>2007 | Var. %<br>2007/<br>2006 |
|-------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| 1) Enti pubblici                    | 1.937                            | 2.776                            | 367                              | 607                              | 257                              | 267                              | 4%                      |
| 2) Enti pubblici in<br>contenzioso  | 4522                             | 2.920                            | 3.921                            | 3.583                            | 5.041                            | 5.708                            | 13%                     |
| 3) Altri locatari                   | 938                              | 805                              | 471                              | 398                              | 300                              | 206                              | -31%                    |
| 3) Altri locatari in<br>contenzioso | 2.623                            | 2.066                            | 2.052                            | 2.227                            | 2.202                            | 2.394                            | 9%                      |
| <b>Totale</b>                       | <b>10.020</b>                    | <b>8.567</b>                     | <b>6.811</b>                     | <b>6.815</b>                     | <b>7.800</b>                     | <b>8.575</b>                     | <b>10%</b>              |

Fonte: Inarcassa

## 6.2 Il patrimonio mobiliare

Nel 2007, come accennato all'inizio del capitolo, le scelte di investimento del patrimonio mobiliare di Inarcassa hanno risentito dello sfavorevole andamento dei mercati finanziari. Il rendimento gestionale lordo del patrimonio mobiliare è risultato del 2,09% e dell'1,46% al netto delle imposte (cfr. tabella 22).

Di seguito viene fornita l'analisi delle singole classi di investimento del patrimonio mobiliare.

### LA CLASSE MONETARIA

L'*Asset Allocation* del 2007 è stata caratterizzata da una sovraesposizione della classe monetaria. Ciò ha permesso una diminuzione della volatilità del portafoglio e di sfruttare al meglio i tassi d'interesse di breve periodo. Il rendimento gestionale lordo della classe monetaria si è attestato al 3,54% (2,89% al netto imposte), anche grazie ad un miglioramento dell'efficienza nella gestione delle eccedenze di Cassa.

### LA CLASSE OBBLIGAZIONARIA

Nel 2007 gli investimenti obbligazionari di Inarcassa hanno sofferto, nella prima parte dell'anno, per la sfavorevole *performance* del mercato di riferimento iniziata nel 2006; tuttavia, con la crisi del credito, il portafoglio di Inarcassa ne ha risentito positivamente grazie all'alta qualità degli investimenti, passando da un rendimento complessivo negativo pari a -1,59% ad un rendimento gestionale lordo annuo positivo di 0,22% (0,19% al netto delle imposte). Sempre dal punto di vista del credito, Inarcassa ha mantenuto l'orientamento intrapreso nel 2006, favorendo investimenti in titoli governativi e titoli di emittenti societarie AAA. Inoltre, perdurando le incertezze sui tassi, Inarcassa ha continuato a posizionarsi prevalentemente sui tassi variabili e sulla classe obbligazionaria legata all'inflazione.

### LA CLASSE AZIONARIA

Nel primo semestre del 2007 il comparto azionario si era chiuso con un rendimento soddisfacente e allineato al mercato pari all'8,61%; tuttavia, in seguito al negativo andamento dei mercati, anche il portafoglio azionario di Inarcassa ne ha risentito. La Cassa è comunque riuscita a chiudere l'anno con un rendimento lordo positivo del 2,05% (1,76% al netto delle imposte). Molto bene si sono comportati i gestori specializzati sul mercato americano, che hanno tutti battuto il *benchmark* di riferimento (l'S&P è cresciuto del 4,9%, mentre il rendimento ottenuto dai gestori è stato del 6,5%).

Visto l'andamento del mercato azionario si è scelto di rimanere sotto pesati di circa un 2% rispetto all'*Asset Allocation* Strategica, ottimizzando le finestre temporali in cui effettuare gli investimenti (investendo in titoli azionari sia direttamente sia tramite gestori anche nei momenti di discesa, in modo da mediare i prezzi e approfittare di valutazioni particolarmente vantaggiose). La volatilità del comparto è andata aumentando tra ottobre e dicembre ed è proseguita anche nel primo trimestre 2008.

### LA CLASSE ALTERNATIVA

La classe alternativa, costituita da investimenti in fondi *hedge*, *private equity* ed infrastrutture, ha fornito un contributo determinante al risultato positivo del 2007. Gli *hedge fund* hanno saputo

sfruttare l'andamento del mercato, ottenendo un rendimento lordo del 6,05%, e il *private equity* ha registrato il suo miglior anno, rendendo il 12,30%; tutto ciò mantenendo una volatilità assai contenuta. Il rendimento gestionale lordo dell'intera classe alternativa è stato del 3,35% (2,85% al netto delle imposte). Da rilevare inoltre che Inarcassa non aveva in portafoglio, né direttamente né indirettamente, i fondi *hedge* delle maggiori banche (*UBS, Bearm Stears e Citigroup*). Questo ha messo in rilievo come il processo di selezione e controllo di tale classe abbia raggiunto un livello di sofisticazione molto elevato.

#### INVESTIMENTI IN SOCIETÀ NON QUOTATE

Nel rispetto di quanto deliberato dal Comitato Nazionale dei Delegati del 4 e 5 ottobre 2007 in materia di *Asset Allocation* e di relativi limiti di investimento, che per le partecipazioni in società non quotate sono fissati nell'1% del patrimonio, anche nel 2007 si è proceduto all'acquisizione di azioni in società non quotate. Tali investimenti rappresentano lo 0,16% del patrimonio di Inarcassa e sono:

- Inarcheck S.p.A., società di servizi di ingegneria operante nel settore delle costruzioni edili ed infrastrutturali, costituita nel febbraio del 2002 e partecipata da Inarcassa nello stesso anno. L'oggetto sociale è l'espletamento di attività di controllo, verifica ed ispezione sulla progettazione delle opere e dei progetti di ingegneria civile e di architettura. Il capitale sociale alla data del 31.12.2007 è pari a 1.000.000 euro, con una partecipazione Inarcassa del 33%.
- F2i Sgr, società di gestione del risparmio, costituita nel gennaio 2007, con l'obiettivo di realizzare il primo fondo chiuso italiano dedicato agli investimenti nelle infrastrutture. Nel corso del primo anno di attività la società ha avviato e completato il processo autorizzativo della Sgr e del suo primo fondo, F2i. Ad oggi tale fondo ha raccolto adesioni per 1.600.000.000 di euro ed è, per dimensione, il secondo più importante fondo europeo specializzato nelle infrastrutture. L'iniziativa nasce da un progetto condiviso tra primarie istituzioni, istituti di credito, banche d'affari internazionali, fondazioni bancarie e casse di previdenza. Il capitale sociale al 31.12.2007 è pari a 10.500.000 euro con una partecipazione Inarcassa, perfezionata nel marzo 2007, del 2,86%.
- Campus Bio-Medico S.p.A., che nasce con l'obiettivo di diventare il primo centro medico universitario e di ricerca del centro Italia e tra i primi in Europa in alcune alte specializzazioni quali oncologia e ingegneria biomedica. Il progetto, oltre alla creazione di un università di ricerca prevede la realizzazione di un centro sanitario integrato ospedale/clinica. Ad oggi sono già attivi l'infrastruttura ospedaliera e il campus universitario a Trigatoria - Roma. Il capitale sociale al 31.12.2007 è pari a 46.324.000 euro con una partecipazione Inarcassa, perfezionata nel giugno 2007, del 4,59%. Tale investimento è classificato in bilancio tra i titoli dell'attivo circolante, come da deliberazione del Consiglio di Amministrazione.

#### NOTA SULL'ATTIVITÀ DI INARCASSA IN RIFERIMENTO all'art. 2428, c.2, n. 6 bis, c.c

Il processo d'investimento del patrimonio complessivo dell'Ente, basato sull'*Asset Allocation* Strategica, è attuato attraverso l'individuazione di un rischio massimo tollerabile (*risk-budgeting*). Tale parametro di rischio definisce l'esposizione massima degli investimenti per ogni classe d'investimento e, pertanto, per ogni singolo fattore di rischio. La verifica del profilo di rischio

complessivo dell'*Asset Allocation* Strategica viene effettuata costantemente, attuando, nel caso di variazioni dei singoli parametri di rischiosità, le opportune modifiche di esposizione alle classi d'investimento.

La scelta dei singoli strumenti d'investimento e quindi l'esposizione specifica ai rischi di credito, liquidità e prezzo, si basano sull'analisi del rating dell'emittente assegnato dalle principali agenzie, sulla dimensione dell'emissione obbligazionaria o di capitalizzazione e capitale circolante per i titoli azionari, e sulla registrazione e contrattazione dello strumento finanziario su mercati regolamentati. Per quanto attiene al rischio dei flussi finanziari, sono stati predisposti modelli di previsione dei flussi in entrata a breve e medio termine.

Nella tabella seguente vengono illustrati i rendimenti contabili e gestionali del patrimonio di Inarcassa.

**TABELLA 22 - CONFRONTO RENDIMENTO CONTABILE CON RENDIMENTO GESTIONALE, 2007**  
(importi in migliaia di euro)

| <b>IL PATRIMONIO IMMOBILIARE</b> | <b>RENDIMENTO CONTABILE</b> | <b>RENDIMENTO GESTIONALE</b> |
|----------------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| <b>GIACENZA MEDIA</b>            | <b>675.188</b>              | <b>937.956</b>               |
| PROVENTI LORDI DA BILANCIO       | 39.329                      | 35.360                       |
| CAPITAL GROWTH                   | -                           | 21.060                       |
| <b>RENDIMENTO LORDO</b>          | <b>5,82%</b>                | <b>6,02%</b>                 |
| COSTI E IMPOSTE DA BILANCIO      | -22.016                     | -18.047                      |
| <b>RENDIMENTO NETTO</b>          | <b>2,56%</b>                | <b>4,09%</b>                 |
| INFLAZIONE                       |                             | (1,70%)                      |
| <b>RENDIMENTO REALE</b>          |                             | <b>2,39%</b>                 |
| <b>IL PATRIMONIO MOBILIARE</b>   | <b>RENDIMENTO CONTABILE</b> | <b>RENDIMENTO GESTIONALE</b> |
| <b>GIACENZA MEDIA</b>            | <b>2.943.327</b>            | <b>3.064.982</b>             |
| PROVENTI LORDI DA BILANCIO       | 75.810                      | 75.810                       |
| PLUS/MINUSVALENZE GESTIONALI     | -                           | -11.600                      |
| <b>RENDIMENTO LORDO</b>          | <b>2,58%</b>                | <b>2,09%</b>                 |
| COSTI E IMPOSTE DA BILANCIO      | -12.704                     | -12.704                      |
| IMPOSTE GESTIONALI               | -                           | -1.213                       |
| RECUPERO CREDITO DI IMPOSTA      | -                           | -3.411                       |
| RICONCILIAZIONE DI PARTITE       | -                           | -2.200                       |
| <b>RENDIMENTO NETTO</b>          | <b>2,14%</b>                | <b>1,46%</b>                 |
| INFLAZIONE                       |                             | (1,70%)                      |
| <b>RENDIMENTO REALE</b>          |                             | <b>(0,24%)</b>               |

Fonte: Inarcassa

## 7. La struttura amministrativa

Alla fine del 2007, il personale di Inarcassa era costituito da 234 unità (come nel 2006); al suo interno i Dirigenti erano sei, i Quadri quattro (cfr. tab. 23).

Il 36% dell'organico è in possesso di diploma universitario.

**TABELLA 23 - PERSONALE DIPENDENTE: SESSO E AREA DI APPARTENENZA, 2006 e 2007**

| AREA        | 2006   |       |        | 2007   |       |        |
|-------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
|             | UOMINI | DONNE | TOTALE | UOMINI | DONNE | TOTALE |
| Direttore   | 1      | 0     | 1      | 1      | 0     | 1      |
| Dirigenti   | 6      | 0     | 6      | 6      | 0     | 6      |
| Quadri      | 3      | 1     | 4      | 2      | 2     | 4      |
| A           | 16     | 26    | 42     | 16     | 24    | 40     |
| B           | 47     | 67    | 114    | 47     | 66    | 113    |
| C           | 16     | 44    | 60     | 18     | 45    | 63     |
| D           | 2      | 0     | 2      | 2      | 0     | 2      |
| R           | 4      | 0     | 4      | 4      | 0     | 4      |
| Giornalista | 0      | 1     | 1      | 0      | 1     | 1      |
| TOTALE      | 95     | 139   | 234    | 96     | 138   | 234    |

Fonte: Inarcassa

Riguardo ai Dirigenti, nel corso del 2007, si è proceduto alla nomina del Dirigente per l'Area Mercati Finanziari e del Dirigente per l'Area Gestioni, valorizzando le risorse e le competenze interne; sono invece giunti a termine i mandati del Dirigente della Direzione Amministrazione e Controllo e del Dirigente della Direzione Personale e Organizzazione, per i quali è stata avviata e conclusa la ricerca dei sostituti.

Per quanto riguarda le assunzioni a tempo indeterminato relative a quadri e impiegati, nel rispetto del Budget approvato:

- è stata assunta, nel ruolo di Capo Ufficio, la risorsa qualificata che nel biennio precedente aveva supportato l'Ufficio Contratti con incarico professionale;
- sono state assunte sette risorse, a supporto della attività di miglioramento dei servizi agli iscritti, gravata dall'aumento della platea complessiva di riferimento, capitalizzando altresì l'investimento effettuato in termini di formazione e gestione di risorse a tempo determinato;
- si è provveduto alla assunzione di una risorsa, a seguito di sentenza di reintegra del Tribunale di Roma.

Sono inoltre intervenute quattro cessazioni di impiegati con contratto a tempo indeterminato, di cui due per pensionamento e due per dimissioni.

Nel corso dell'anno ci si è avvalsi inoltre di alcuni contratti a tempo determinato, motivati da picchi di lavoro e sostituzioni di maternità.

Le movimentazioni dell'organico sono fornite in dettaglio nella relativa tabella della Nota integrativa al Bilancio di esercizio.