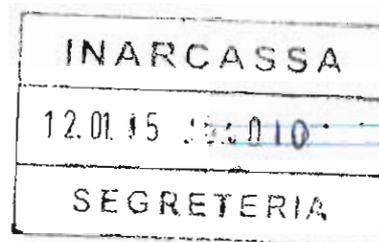




*Ministero del Lavoro
e delle Politiche Sociali*
DIREZIONE GENERALE
PER LE POLITICHE PREVIDENZIALI E ASSICURATIVE
DIV. III



Alla Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza per
gli Ingegneri e Architetti Liberi Professionisti
segreteria_presidenza@inarcassa.it

C.d.g.: MA004-A004-11422

All: n. 1

OGGETTO: Relazione COVIP ai sensi dell'art. 2, comma 1, D.M. 5 giugno 2012.

La COVIP ha inviato ai Ministeri vigilanti la relazione in oggetto indicata riferita all'anno 2013 e riguardante il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti di diritto privato di cui ai d. lgs. n. 509/94 e n. 103/96.

Al riguardo, si trasmette la documentazione relativa a codesta Cassa al fine di consentire un approfondito esame delle criticità sollevate dalla Commissione.

IL DIRETTORE GENERALE
Dott.ssa Concetta FERRARI

**CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA PER GLI
INGEGNERI E ARCHITETTI LIBERI PROFESSIONISTI –
INARCASSA**

Relazione ai sensi dell'Art. 2, comma 1, del
D.M. 5 giugno 2012

Anno 2013



COVIP

COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE

Politiche di investimento e disinvestimento relative alla componente mobiliare e immobiliare, con particolare riferimento al monitoraggio e alla gestione del rischio, in un'ottica di gestione integrata e coerente tra le poste dell'attivo e del passivo.

La politica di investimento e i relativi criteri di attuazione

L'Ente ha trasmesso il documento recante il "Processo di definizione ed attuazione della politica di investimento" (di seguito, il Documento), nella sua versione aggiornata alla data del 19 novembre 2013, a cui risulta allegato, tra l'altro, il "Manuale di controllo della gestione finanziaria". Si ricorda che il Documento – predisposto ispirandosi ai principi dettati per le forme di previdenza complementare e in particolare a quelli in materia di investimenti contenuti nella direttiva europea 2003/41/CE – è stato adottato originariamente dal Consiglio di amministrazione nella seduta del 19 ottobre 2012.

Il Documento ha lo scopo di definire i processi di investimento che l'Ente intende seguire per ottenere, dall'impiego delle proprie risorse, combinazioni di rischio-rendimento efficienti in un arco temporale coerente con quello degli impegni assunti nei confronti degli aderenti. A tal fine in esso vengono indicati:

- gli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria;
- i criteri da seguire nella sua attuazione;
- i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo;
- il sistema di controllo e la valutazione dei risultati conseguiti.

Gli obiettivi perseguiti con la gestione finanziaria si concretizzano attraverso la costruzione dell'*Asset Allocation* Strategica (AAS), il cui processo di definizione e approvazione – dettagliatamente disciplinato all'interno del Documento – coinvolge la Direzione Patrimonio, il *Risk Manager*, il Consiglio di amministrazione e il Comitato nazionale dei delegati.

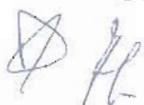
In merito alla ripartizione strategica delle attività nelle diverse classi (per le quali devono essere specificate le aree geografiche, i settori, le valute di riferimento e i margini di oscillazione), è previsto che la definizione del numero appropriato di *asset class* avvenga prendendo in considerazione i seguenti principali profili: le competenze delle strutture dell'Ente, la composizione dell'AAS già in essere e del cd. "Piano di Convergenza" (ossia il documento che, per ciascuna *asset class*, indica le modalità, appunto, di convergenza dell'*Asset Allocation* corrente verso l'AAS), le condizioni di mercato, la diversificazione del portafoglio, la composizione del portafoglio sulla base di una percentuale sufficientemente elevata di investimenti disponibili sul mercato internazionale e la possibilità di ottenere da ciascuna classe di investimento il miglior grado di efficienza realizzabile.

L'AAS approvata dal sopra citato Comitato a ottobre 2013 per l'anno 2014 è stata rappresentata dall'Ente nei termini di seguito indicati:

Attività	Peso in %	Scostamento in basso in %	Scostamento in alto in %
Liquidità	Italia	3	
	Europa		
	USA		

	<i>Altri aderenti OCSE</i>			
	<i>Altri non OCSE</i>			
Titoli di debito	<i>Italia</i>	6,7		
	<i>Europa</i>	23,5		
	<i>USA</i>	10,3		
	<i>Altri aderenti OCSE</i>	4,6		
	<i>Altri non OCSE</i>	1,8		
Titoli di capitale	<i>Italia</i>	0,1		
	<i>Europa</i>	4,5		
	<i>USA</i>	5,4		
	<i>Altri aderenti OCSE</i>	5,3		
	<i>Altri non OCSE</i>	4,6		
Immobili (compresi immobiliari) fondi	<i>Italia</i>	18,1		
	<i>Europa</i>	1		
	<i>USA</i>	1		
	<i>Altri aderenti OCSE</i>	0,3		
	<i>Altri non OCSE</i>	0,2		
Alternativi	<i>Italia</i>	0,3		
	<i>Europa</i>	3,8		
	<i>USA</i>	3,8		
	<i>Altri aderenti OCSE</i>	1		
	<i>Altri non OCSE</i>	0,7		

L'esposizione strategica per valuta è così suddivisa:



Valuta	Peso in %	Scostamento in basso in %	Scostamento in alto in %
EUR	52,6		
USD	22,7		
YEN	6,8		
altro	17,9		

Il suddetto portafoglio strategico presenta un rendimento nominale lordo atteso annuo del 4,3% (corrispondente a un rendimento reale netto dell'1,8%), a fronte di un rischio atteso – espresso in termini di VAR (*Value at Risk*) – pari al 2,6%. Si rileva che detta AAS si caratterizza rispetto a quella definita per l'anno 2012 (connotata da un rendimento nominale lordo atteso annuo del 3,64% e VAR pari al 6,56%) per un aumento della redditività attesa a fronte di un più contenuto profilo di rischio.

In occasione della suddetta approvazione il Comitato nazionale dei delegati ha inoltre confermato:

- il margine di oscillazione rispetto all'AAS, vale a dire il perimetro entro cui condurre l'*Asset Allocation* Tattica (AAT), fissato nel 5% con esclusivo riguardo alle macro *asset class* contemplate dall'AAS adottata (ossia, monetario, obbligazionario, azionario, strumenti alternativi e immobiliare), prevedendo comunque una certa flessibilità in relazione a eventi negativi di mercato finalizzata a conseguire una maggior prudenza;
- il limite minimo di copertura del rischio cambio posto pari al 50% del patrimonio denominato in divise diverse dall'euro;
- i seguenti limiti di investimento:
 - titoli obbligazionari *High Yield* nella misura massima del 4% del patrimonio (limite comunque non applicabile ai titoli di Stato italiani nel caso in cui il relativo *rating* scenda sotto il livello BBB); nel caso in cui tali investimenti vengano realizzati tramite OICR o mandati di gestione è inoltre prevista la possibilità di investire anche in titoli con *rating* inferiore a B;
 - obbligazioni governative o assimilabili di Paesi Emergenti nella misura massima del 4% del patrimonio.
 - azioni dei mercati Emergenti nella misura massima del 5% del patrimonio;
 - nell'ambito degli strumenti alternativi, società non quotate nella misura massima dell'1% del patrimonio;
 - società non quotate utili alla professione nella misura massima del 2% del patrimonio.

Quanto alle modalità di attuazione della politica di investimento definita con la suddetta AAS, il Documento prevede in primo luogo che l'implementazione di tale allocazione strategica sia accompagnata mensilmente da una *Asset Allocation* Tattica Prospettica (AATP), al fine di tenere conto dei flussi di liquidità provenienti dalle contribuzioni degli iscritti, delle uscite di cassa destinate alle prestazioni previdenziali da erogare, nonché degli impatti provocati dai movimenti dei mercati finanziari sulle attività in portafoglio. Il processo di definizione e approvazione dell'AATP – dettagliatamente disciplinato all'interno del Documento – coinvolge la Direzione Patrimonio, il *Risk Manager* e il Consiglio di amministrazione.

Il Documento indica inoltre con specifico riferimento alla componente mobiliare:

- le tipologie di strumenti finanziari in cui possono essere attualmente investite le risorse disponibili (in aggiunta ai mandati di gestione in delega che possono riguardare qualsiasi *asset class* presente nell'AAS), le quali vengono individuate nei seguenti termini:
 - OICR (prevalentemente di tipo "UCITS compliant", con esclusione di nuovi acquisti diretti di fondi speculativi) che hanno come oggetto di investimento qualsiasi *asset class* presente nell'AAS;
 - titoli obbligazionari emessi da Stati sovrani o Enti sovranazionali appartenenti all'area Euro;
 - titoli obbligazionari emessi da società private appartenenti all'area Euro;
 - titoli azionari quotati su qualsiasi listino europeo;
 - fondi immobiliari;
 - operazioni di pronti contro termine e depositi vincolati.
- alcuni limiti agli investimenti identificati nei seguenti termini:
 - limite all'investimento in singoli strumenti finanziari pari al 3% del patrimonio;
 - limite all'investimento in uno stesso emittente pari al 5% del patrimonio;
 - limite di oscillazione tra le varie *asset class* pari al 5% del patrimonio.

È anche previsto che il Consiglio di amministrazione assicuri comunque che la vita media residua (*duration*) della quota obbligazionaria e l'esposizione in cambi derivante dall'investimento in attività finanziarie denominate in divise diverse dall'euro siano coerenti con il profilo di rischio dell'AAS. Deve essere altresì assicurata la rapida e sicura liquidabilità per la quota riservata alle esigenze di tesoreria.

Sono poi contemplate specifiche cautele per l'investimento in strumenti alternativi (per i quali è prevista una *due diligence* da parte del *Risk Manager* su prodotti *hedge* e strutturati) e derivati (per i quali è previsto l'impiego a esclusivi fini di copertura dei rischi di mercato).

Sotto il profilo delle modalità gestionali e dello stile di gestione, il Documento prevede:

- l'investimento diretto (tramite negoziazione realizzata dalla Direzione Patrimonio);
- l'investimento indiretto mediante conferimento di un mandato di gestione passivo (ossia di replica di un determinato *benchmark*) o attivo;
- la sottoscrizione di OICR.

In proposito viene altresì evidenziato che, per il perseguimento dei propri obiettivi di investimento, l'Ente predilige una combinazione delle modalità e degli stili di gestione diversi, specificando in particolare che:

- l'investimento diretto riguarda, di norma, i titoli governativi, i titoli *corporate* domestici – per i quali vengono prese in considerazione anche emissioni con *rating* a cavallo tra *investment* e *sub investment grade* – e l'azionario dell'area Euro (tutti strumenti, questi, rispetto ai quali le strutture posseggono le competenze necessarie alla selezione e al monitoraggio dell'investimento stesso), nonché la gestione della liquidità (mediante titoli di durata solitamente inferiore a tre mesi, depositi a termine e pronti contro termine);
- la componente gestita in maniera passiva costituisce una porzione prevalente dell'intero portafoglio (secondo un approccio *core-satellite*);
- la residua componente gestita in maniera attiva trova la sua ragion d'essere nella ritenuta possibilità di realizzare extra rendimenti, la quale si fonda, a sua volta, sull'esperienza pregressa maturata nelle specifiche *asset class* interessate da tale modalità gestionale e sulla significativa diversificazione del *benchmark* di riferimento per queste *asset class*.

Sotto il profilo in questione vengono indicati anche i parametri da prendere a riferimento per la valutazione dello stile di gestione (il *turnover* e, in relazione alle strategie a *benchmark*, la

Tracking Error Volatility – TEV per la quale è peraltro previsto, all'interno delle convenzioni di gestione, che i valori per il relativo calcolo vengano rilevati con cadenza trimestrale) e gli aspetti da prendere in considerazione, pure sotto il profilo procedurale, nella selezione delle controparti. Peraltro, alcuni di tali ultimi aspetti – di cui si tratterà più diffusamente nella lettera E) – vengono espressamente richiamati anche con riguardo alla selezione del *Risk Manager*.

Il Documento disciplina infine dettagliatamente i processi inerenti all'attuazione della politica di investimento adottata, prendendo in considerazione le seguenti fattispecie:

- investimento e disinvestimento mobiliare – selezione della controparte e dello strumento finanziario;
- investimento immobiliare tramite il fondo immobiliare di cui l'Ente è unico quotista o altri OICR (dal 2010 l'Ente infatti non effettua più investimenti immobiliari in forma diretta);
- disinvestimento del patrimonio immobiliare detenuto direttamente;
- iniziative di valorizzazione del patrimonio immobiliare detenuto direttamente;
- locazione del patrimonio immobiliare detenuto direttamente.

* * * * *

Sotto il diverso profilo dei criteri seguiti per l'immobilizzazione delle attività detenute, si fa presente che, con delibera consiliare del 18 dicembre 2008, l'Ente ha fissato i criteri generali di allocazione dei titoli presenti nel portafoglio mobiliare in coerenza con l'art. 2424 del codice civile, con i principi contabili e con il proprio processo di investimento. In particolare, è stato stabilito che sono allocati nell'attivo immobilizzato, salvo diversa specifica volontà espressa al momento dell'acquisto:

- gli strumenti finanziari finalizzati a dare esecuzione a strategie di investimento di lungo termine volte ad assicurare la sostenibilità dell'Ente;
- gli strumenti finanziari caratterizzati da attese di ritorno legate a un arco temporale di medio-lungo periodo, quali fondi di *private equity*, fondi *hedge*, fondi immobiliari e infrastrutturali nonché obbligazioni strutturate.

Sono invece allocati nell'attivo circolante:

- gli strumenti finanziari di tipo monetario che per le loro caratteristiche implicite sono investimenti di parte corrente;
- gli investimenti effettuati tramite mandati di gestione e i fondi mobiliari di tipo "aperto".

Quanto poi ai criteri seguiti per la rettifica dei valori contabili delle attività immobilizzate, risulta che la verifica dell'esistenza di perdite di valore significative e durevoli (cd. test di *impairment*) viene effettuata a ogni chiusura di bilancio. Per i titoli di capitale e le quote di fondi comuni di investimento, la perdita di valore è ritenuta significativa e durevole (e quindi idonea a dar luogo a una svalutazione) – salvo circostanze eccezionali – in presenza di una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 24 mesi. Per i titoli di debito, la suddetta verifica viene invece condotta mediante il ricorso ad analisi qualitative (impiegate peraltro anche per gli strumenti finanziari sopra richiamati) volte a rilevare la presenza o meno di alcuni indicatori di perdita di valore quali:

- significative difficoltà finanziarie dell'emittente;
- violazione di accordi contrattuali (es. mancato pagamento);
- probabilità che il debitore dichiari fallimento o acceda ad altre procedure concorsuali;
- scomparsa di un mercato attivo di uno specifico strumento finanziario a seguito delle difficoltà dell'emittente.
- diminuzione misurabile nei flussi finanziari stimati di un gruppo di attività finanziarie.



Relativamente infine ai criteri per l'eventuale movimentazione delle attività detenute tra il portafoglio immobilizzato e quello non immobilizzato, è stato precisato che detta movimentazione avviene solamente nel caso in cui vengano meno uno o più dei criteri generali di allocazione dei titoli presenti nel portafoglio mobiliare, come definiti nella citata delibera consiliare del 18 dicembre 2008.

I compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento

Per i diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento delle risorse dell'Ente il Documento indica le competenze esercitate, le quali si presentano nei termini di seguito rappresentati.

Il Comitato nazionale dei delegati approva l'AAS (per macro *asset class*: monetario, obbligazionario, azionario, strumenti alternativi e immobiliare).

Il Consiglio di Amministrazione:

- propone la composizione dell'AAS al Comitato nazionale dei delegati e la sua periodica revisione; definisce e adotta la politica di investimento necessaria per il raggiungimento degli obiettivi strategici perseguendo l'AATP che tiene conto dei flussi di cassa previsti;
- esamina i rapporti sulla gestione mobiliare e immobiliare forniti dalla Direzione Patrimonio e dal *Risk Manager*;
- delibera l'impiego delle risorse secondo i criteri generali dettati dal Comitato nazionale dei delegati e con osservanza delle disposizioni statutarie, sulla base delle proposte formulate dalla Direzione Patrimonio;
- delibera l'affidamento e la revoca dei mandati di gestione;
- delibera l'investimento e il disinvestimento degli strumenti finanziari non ricompresi in un contratto di gestione in delega (investimenti mobiliari diretti e OICR);
- delibera sull'attività di investimento o disinvestimento del patrimonio immobiliare in forma diretta (secondo il Piano triennale di dismissione immobiliare proposto dalla Direzione Patrimonio) e sull'attività di sottoscrizione del fondo immobiliare di cui l'Ente è unico quotista;
- valuta che il responsabile della Direzione Patrimonio abbia conoscenze specialistiche di livello adeguate alla natura ed ai contenuti del suo incarico.

Il Presidente ha poteri di firma con riguardo a ogni rapporto contrattuale sottostante alla negoziazione di uno strumento mobiliare o immobiliare, salvo i casi in cui venga delegato a tale scopo un terzo e salvo i casi in cui tale negoziazione avvenga tramite il ricorso a circuiti telematici (come per titoli quotati e OICR).

Il Direttore Generale:

- in virtù della delega ricevuta dal Consiglio di amministrazione ha poteri di firma congiunta con il responsabile della Direzione Patrimonio in merito alle forme di investimento della liquidità, purché esse prevedano strumenti con vita residua inferiore ai tre mesi (titoli di Stato, operazioni di pronti contro termine e depositi vincolati);
- valuta che i singoli addetti alla Direzione Patrimonio posseggano una preparazione e un livello di conoscenze adeguati alle mansioni svolte e adotta gli opportuni atti organizzativi nei limiti del dettato statutario e può proporre al Consiglio di amministrazione le necessarie modifiche.

La Direzione Patrimonio:

- contribuisce allo studio della politica di investimento. In tale contesto, essa supporta il Consiglio di amministrazione nella proposizione, sviluppo e implementazione dinamica



dell'AAS coerente con le attese di diversificazione/contenimento del rischio e di rendimento allineate alla finalità istituzionale dell'Ente;

- monitora la gestione finanziaria esaminando i risultati conseguiti nel corso del tempo e riferendo al Consiglio di amministrazione. In tale ottica assicura il rispetto dell'applicazione del "Manuale di controllo della gestione finanziaria", proponendo eventualmente degli aggiornamenti orientati al rispetto delle procedure di controllo;
- revisiona periodicamente la politica di investimento e formula proposte al Consiglio di amministrazione riguardo ai nuovi sviluppi dei mercati e alle eventuali modifiche che si rendessero necessarie. In particolare, essa seleziona, analizza, valuta e propone al Consiglio di amministrazione strategie di investimento e strumenti finanziari direttamente e indirettamente gestiti e, nei limiti dell'AAS, esegue e monitora le operazioni di investimento realizzate, nel rispetto delle autorizzazioni, delle norme di legge e regolamentari;
- assicura, nel rispetto delle norme di legge, la corretta conservazione, valorizzazione e redditività del patrimonio – sia immobiliare che mobiliare – in funzione delle specificità tecniche e giuridiche delle due componenti;
- collabora con il *Risk Manager* e con gli altri soggetti coinvolti nel processo di investimento (gestori finanziari, banca depositaria, etc), al fine di fornire il supporto necessario circa gli aspetti inerenti alla strategia da attuare e ai risultati degli investimenti;
- esamina l'attuazione delle strategie e valuta l'operato dei gestori finanziari;
- svolge l'attività istruttoria per la selezione dei gestori finanziari e sottopone al Consiglio di amministrazione le proposte di affidamento e di revoca dei mandati;
- provvede all'esecuzione delle delibere di investimento e disinvestimento da realizzarsi tramite circuiti telematici nel rispetto del principio della *best execution*;
- monitora il portafoglio immobiliare, redigendo il Piano triennale di dismissione immobiliare e proponendolo al Consiglio di amministrazione per la relativa deliberazione;
- predisporre la necessaria *due diligence* per la "Commissione di congruità" finalizzata a individuare i canoni di locazione e i prezzi minimi di acquisto e di vendita diretta degli immobili.

I Gestori (i cui specifici compiti sono definiti negli accordi contrattuali relativi all'espletamento del mandato di gestione) tra l'altro:

- investono le risorse finanziarie con la finalità, nella gestione passiva, di replicare l'andamento del mercato di riferimento e, nella gestione attiva, di realizzare extra rendimenti nel rispetto del mandato ricevuto;
- trasmettono all'Ente una rendicontazione periodica (di solito trimestrale) sulle scelte effettuate e sulle *performance* realizzate;
- esercitano, se richiesto, il diritto di voto inerente ai titoli oggetto della gestione secondo le istruzioni vincolanti impartite dal Consiglio di amministrazione.

Il Risk Manager:

- mette a disposizione del Consiglio di amministrazione e quindi del Comitato nazionale dei delegati i dati relativi alle posizioni di rischio ai fini della predisposizione dell'AAS;
- interagisce con la Direzione Patrimonio per il monitoraggio degli scostamenti rispetto all'AAS e degli indicatori di rischio;
- fornisce, previa richiesta dell'Ente, un'analisi di *performance attribution* per ciascun mandato, per la gestione diretta e per ciascun portafoglio aggregato in classi di investimento;
- fornisce, ma solo se esplicitamente richiesto dall'Ente, un'attività di supporto – che peraltro può essere affidata anche ad altri soggetti – nell'individuazione di nuove classi di



investimento, solo ed esclusivamente sulla base delle caratteristiche finanziarie fondamentali definite *ex ante* (ad esso è comunque vietato assumere autonome iniziative volte all'individuazione e alla proposta di nuovi investimenti).

La Banca Depositaria e la Banca Tesoriera, oltre a mettere a disposizione esclusiva dell'Ente i dati di base necessari ad alimentare il sistema di verifica e controllo della gestione finanziaria, eseguono:

- la prima, le attività di depositaria di tutti i prodotti di investimento realizzati dall'Ente stesso ovvero predispone una reportistica mensile contenente la fotografia analitica del portafoglio a fine mese e tutte le movimentazioni intercorse, alimenta settimanalmente il programma di contabilità della Direzione Amministrazione e Controllo, verifica il rispetto dei limiti operativi sia a livello macro (limiti stabili dal Comitato nazionale dei delegati) che a livello di singolo prodotto (limiti stabiliti nei contratti stipulati con i gestori) e invia mensilmente i dati di portafoglio al *Risk Manager*;
- la seconda, gli incassi e i pagamenti da effettuare nei confronti degli iscritti e dei fornitori di lavori e servizi.

L'Ufficio Studi e Ricerche promuove e cura studi e ricerche sull'evoluzione del quadro macro economico e del settore previdenziale dei liberi professionisti (anche a livello normativo), per contribuire alla definizione delle linee di sviluppo strategico e di sostenibilità del modello previdenziale e assistenziale dell'Ente dal quale scaturiscono le politiche di investimento.

La Direzione Amministrazione e Controllo:

- assicura la pianificazione e il controllo dei processi gestionali ed economici dell'Ente, in linea con gli orientamenti strategici dell'Ente stesso e con le esigenze di ottimizzazione delle risorse e degli standard qualitativi attesi e di massimizzazione delle risorse patrimoniali;
- assicura e ottimizza la pianificazione e gestione dei flussi di cassa in coerenza con le esigenze di funzionamento, erogazione di servizi istituzionali e investimento patrimoniale;
- verifica la rispondenza dell'attività della Direzione Patrimonio alle delibere di investimento del Consiglio di amministrazione;
- fornisce, con cadenza mensile, i dati di valorizzazione del patrimonio e certifica le consistenze dello stesso al momento della redazione del bilancio.

La Commissione di Congruità esprime un parere sulla congruità dei canoni di locazione degli immobili di proprietà proposti dalla Direzione Patrimonio nonché sul prezzo minimo di acquisto e vendita degli immobili proposti dalla stessa Direzione.

La Società di valutazione indipendente provvede alla valorizzazione periodica del patrimonio immobiliare secondo i criteri utilizzati dai fondi immobiliari (ai sensi del decreto ministeriale 228/1999 e del provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012).

Lettere B e C *Composizione del patrimonio distinto in mobiliare e immobiliare;*
Disaggregazione delle due componenti per tipologia di investimento.

Al 31 dicembre 2013 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori contabili, a 7.385,3 mln di euro, in aumento di 789 mln di euro rispetto alla fine del 2012 (pari al 12%).

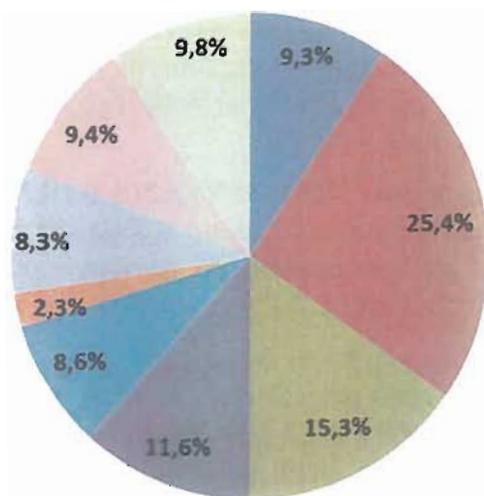
Il patrimonio – inteso come differenziale tra le suddette attività e le passività non rappresentative di impegni connessi all'erogazione, a qualunque titolo, di prestazioni a favore della platea di riferimento dell'Ente (89,6 mln di euro) – ammonta a 7.295,6 mln di euro (pari

al 98,8% delle stesse attività totali), in aumento di 786,7 mln di euro rispetto alla fine del 2012 (pari al 12,1%).

Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali.				
<i>(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)</i>				
	2013		2012	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	687.996	9,3	500.042	7,6
Titoli di Stato	1.878.908	25,4	1.496.969	22,7
Altri titoli di debito	1.129.075	15,3	1.116.359	16,9
- quotati	733.694	9,9	495.888	7,5
- non quotati	395.381	5,4	620.471	9,4
Titoli di capitale e altre partecipazioni	855.964	11,6	750.244	11,4
- quotati	847.519	11,5	740.516	11,2
- altre partecipazioni	8.445	0,1	9.728	0,2
OICR	1.415.394	19,2	1.396.118	21,1
- aperti armonizzati	628.857	8,6	800.399	12,1
- aperti non armonizzati	170.131	2,3	126.178	1,9
- chiusi e alternativi	616.406	8,3	469.541	7,1
Immobili	693.358	9,4	701.877	10,6
Altre attività (crediti, etc)	724.576	9,8	634.616	9,7
Totale	7.385.271	100,0	6.596.225	100,0
Passività e patrimonio				
Passività	89.638		87.277	
Patrimonio	7.295.633		6.508.948	
Totale	7.385.271		6.596.225	

Le attività detenute sono costituite per il 9,3% da liquidità, per il 40,7% da titoli di debito – di cui 25,4% governativi, 9,9% titoli *corporate* quotati e 5,4% titoli *corporate* non quotati – e per l'11,6% da titoli di capitale quotati, fatta eccezione per lo 0,1% rappresentativo delle partecipazioni detenute dall'Ente in alcune specifiche realtà societarie (F2i SGR, ParckIng S.r.l., Campus Biomedico S.p.A. e Arpinge S.p.A., società costituita pariteticamente insieme a CIPAG ed EPPI con l'obiettivo strategico di contribuire al rilancio degli investimenti in opere infrastrutturali e immobiliari); le quote di OICR rappresentano il 19,2%, di cui 8,6% aperti armonizzati e 8,3% chiusi e alternativi. Gli immobili detenuti direttamente rappresentano il 9,4%; gli investimenti di natura immobiliare, tenuto anche conto dei fondi immobiliari (421,4 mln di euro) pari al 5,7%, si attestano quindi, nel complesso, al 15,1%.

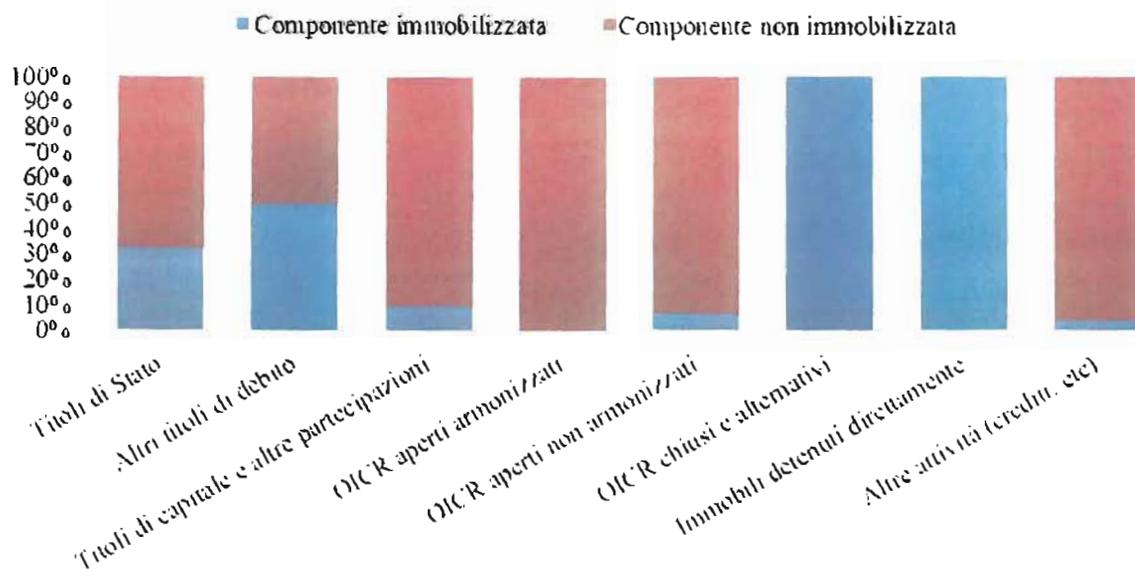
La sopra descritta composizione delle attività detenute a fine 2013 a valori contabili è rappresentata sinteticamente nel seguente grafico.



- Liquidità
- Titoli di Stato
- Altri titoli di debito
- Titoli di capitale e altre partecipazioni
- OICR aperti armonizzati
- OICR aperti non armonizzati
- OICR chiusi e alternativi
- Immobili detenuti direttamente
- Altre attività (crediti, etc)

Delle suddette attività totali, 2.585,3 mln di euro (pari al 35%) costituiscono immobilizzazioni; di queste, le attività mobiliari hanno registrato, nell'anno di riferimento, rivalutazioni per 13 mila euro e svalutazioni per 6,9 mln di euro (1,8 mln di euro nel 2012). L'attivo circolante ammonta, invece, a 4.780 mln di euro (pari al 65%); le attività finanziarie in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore pari a 17,2 mln di euro (73,3 mln di euro nel 2012) e svalutazioni pari a 138,1 mln di euro (54,6 mln di euro nel 2012).

Si riporta di seguito il grafico rappresentativo, per ciascuna classe di attività detenute (a esclusione della liquidità), della componente immobilizzata e di quella non immobilizzata



Al fine di cogliere appieno l'effettivo impatto, sulle attività detenute dall'Ente, delle scelte di investimento realizzate nell'anno di riferimento e delle dinamiche dei mercati registrate nel medesimo periodo, si ritiene opportuno prendere in considerazione, d'ora in avanti, la consistenza di dette attività espressa a valori correnti. Ciò consente anche di sterilizzare gli effetti connessi ai criteri di contabilizzazione degli attivi detenuti.

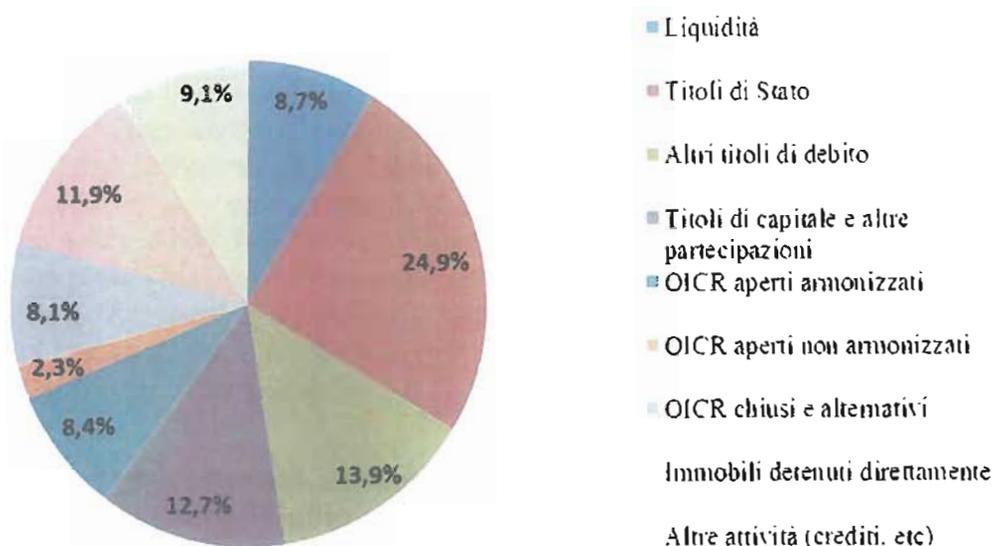
Al 31 dicembre 2013 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 7.908,2 mln di euro, in aumento di 725,8 mln di euro rispetto alla fine del 2012 (pari al 10,1%). Il valore di mercato delle attività totali è quindi superiore a quello contabile di 522,9 mln di euro; gran parte di tale differenza è riconducibile agli immobili di proprietà, anche in conseguenza del fatto che sono contabilizzati tra le attività al netto del relativo fondo di ammortamento (pari a 140,9 mln di euro), e ai titoli di capitale.

A valori correnti le attività detenute sono costituite per l'8,7% da liquidità, per il 38,8% da titoli di debito – di cui 24,9% governativi, 9,4% titoli *corporate* quotati e 4,5% titoli *corporate* non quotati – e per il 12,7% da titoli di capitale, quasi esclusivamente quotati; le quote di OICR rappresentano il 18,8%, di cui 8,4% aperti armonizzati e 8,1% chiusi e alternativi, mentre gli immobili detenuti direttamente sono l'11,9%.

Nel confronto dei suddetti pesi con quelli dell'anno precedente si registra, in particolare, un incremento dei titoli di Stato (2,7 punti percentuali) e della liquidità (1,7 punti percentuali) e una contrazione dei titoli *corporate* non quotati (3,8 punti percentuali), degli OICR aperti armonizzati (3,5 punti percentuali) e degli immobili detenuti direttamente (1,9 punti percentuali). A tale ultimo riguardo va evidenziato che la riduzione del peso dei cespiti immobiliari è dovuta esclusivamente a una più contenuta stima del valore corrente degli stessi alla fine dell'anno di riferimento.

Composizione delle attività a valori di mercato.				
<i>(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)</i>				
	2013		2012	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	686.565	8,7	499.991	7,0
Titoli di Stato	1.966.920	24,9	1.591.776	22,2
Altri titoli di debito	1.101.822	13,9	1.123.217	15,6
- quotati	742.562	9,4	525.894	7,3
- non quotati	359.260	4,5	597.323	8,3
Titoli di capitale e altre partecipazioni	1.001.473	12,7	845.348	11,8
- quotati	992.768	12,6	835.620	11,6
- altre partecipazioni	8.705	0,1	9.728	0,2
OICR	1.484.106	18,8	1.493.592	20,8
- aperti armonizzati	664.445	8,4	857.316	11,9
- aperti non armonizzati	178.759	2,3	141.406	2,0
- chiusi e alternativi	640.902	8,1	494.870	6,9
Immobili	942.740	11,9	993.850	13,8
Altre attività (crediti, etc)	724.576	9,1	634.616	8,8
Totale	7.908.202	100,0	7.182.390	100,0

La sopra descritta composizione delle attività detenute a fine 2013 a valori di mercato è rappresentata sinteticamente nel seguente grafico.



I titoli di Stato (1.966,9 mln di euro) sono costituiti prevalentemente da emissioni riferibili a paesi dell'Unione Europea (il peso dell'Italia è pari al 44,4%), connotate da un *rating* di livello *investment grade* e dotate per circa la metà di una *duration* compresa tra 3 e 10 anni. Gli altri titoli di debito (1.101,8 mln di euro) – per oltre i due terzi quotati – si riferiscono per il 63,6% a imprese finanziarie e per il restante a imprese non finanziarie. Per la prima tipologia è preponderante il peso degli emittenti di paesi dell'Unione Europea (il peso dell'Italia è pari al 20,5%), mentre per la seconda sono prevalenti gli emittenti statunitensi; anche per tali titoli il *rating* è in prevalenza di livello *investment grade* (con una presenza di emittenti privi di *rating* più spiccata per quelli finanziari, pari al 19%) e la *duration* più frequente è quella compresa tra 3 e 10 anni.

I titoli di debito emessi da imprese finanziarie sono costituiti per il 38,2% da obbligazioni strutturate (267,5 mln di euro), che rappresentano il 3,4% delle attività totali, in significativa riduzione rispetto all'8,2% del 2012. Si tratta di un insieme di 7 prodotti obbligazionari dotati di una garanzia di restituzione – a scadenza – del capitale investito, con scadenze comprese tra il 2019 e il 2025 e meccanismi di indicizzazione legati a investimenti in fondi *hedge* e all'andamento di indici e variabili di mercato (prezzi al consumo, volatilità dei tassi di interesse e *commodities*); di questi, due occupano la prima e la quarta posizione in termini di peso all'interno del portafoglio mobiliare in essere (con un'incidenza sulle attività totali rispettivamente pari all'1,1% e allo 0,7%). Il differenziale tra il valore corrente e il valore contabile dei titoli di debito in questione è negativo per 36,5 mln di euro.

I titoli di capitale (1.001,5 mln di euro), pur distribuiti su tutti i diversi settori merceologici presi in considerazione, registrano comunque una maggior presenza nel settore finanziario (24,8%) e si riferiscono in misura prevalente al Giappone (23,2%) e agli Stati Uniti (18,2%).

Gli OICR aperti armonizzati (664,4 mln di euro) rappresentano investimenti effettuati in fondi comuni per il 35,2% di tipo flessibile, per il 32,2% di tipo obbligazionario, per il 17% di tipo azionario e per il 15,7% di tipo bilanciato. Essendo sceso, nell'anno in esame, il peso degli strumenti finanziari in questione al di sotto del 10% delle attività totali, l'Ente – in linea con le istruzioni di compilazione delle segnalazioni qui trasmesse – non ne ha fornito la composizione in termini di titoli di debito e di capitale sottostanti (cd. *look through*).

Gli OICR aperti non armonizzati (178,8 mln di euro) sono costituiti da investimenti in fondi

Handwritten initials/signature

hedge, tra i quali rientra anche quello effettuato per il tramite di un *certificate* avente come sottostante detta tipologia di prodotto (per un importo pari a 11,8 mln di euro).

Gli OICR chiusi e alternativi (640,9 mln di euro) sono costituiti per il 70,7% da fondi immobiliari; il restante rappresenta investimenti in fondi di *private equity* (16%) – tra i quali rientrano anche quelli effettuati per il tramite di quattro *certificate* aventi come sottostante detta tipologia di prodotto (per un importo pari a 30,8 mln di euro) – e in fondi infrastrutturali (13,3%). Per tali strumenti residuano impegni di sottoscrizione pari a 154,8 mln di euro. Le quote di fondi immobiliari, il cui ammontare si attesta a 453,1 mln di euro (pari al 5,7% delle attività totali), fanno capo a 5 prodotti – di tipo “riservato” e in prevalenza di diritto italiano – di cui uno (fondo Inarcassa RE), rappresentativo dell’80,6% di tale forma di investimento, è detenuto esclusivamente dall’Ente (per gli altri le quote detenute vanno da un minimo del 3,11% a un massimo del 27,3%).

Nel portafoglio dell’Ente sono presenti anche immobili detenuti direttamente per un valore corrente pari a 942,7 mln di euro, definito – come detto in precedenza – dalla Società di valutazione indipendente in linea con quanto previsto per i fondi immobiliari (per il triennio 2011-2013 detta attività è stata svolta dalla società Scenari Immobiliari). Tali immobili presentano prevalentemente una destinazione a uso uffici (70%) e residenziale (18,3%).

Gli investimenti di natura immobiliare, considerando sia quelli diretti sia quelli indiretti effettuati tramite fondi immobiliari, si attestano a 1.395,8 mln di euro, pari al 17,6% degli attivi complessivi. Il grafico seguente rappresenta, in valori percentuali, l’incidenza di ciascuna di queste due forme di impiego a carattere immobiliare.



Sono infine presenti strumenti derivati per la vendita a termine di valuta contro euro, finalizzata alla copertura del rischio di cambio connesso agli strumenti finanziari denominati in divisa diversa, appunto, dall’euro. Detti contratti, facenti capo a uno specifico mandato di gestione *Currency Overlay*, presentano un valore nozionale di 809,7 mln di euro, a fronte di un valore di mercato pari a 779,9 mln di euro.

Lettera
D

Risultato della gestione finanziaria, evidenziando i fattori positivi o negativi che hanno contribuito a determinare il risultato stesso, nonché iniziative assunte con riguardo agli eventi che hanno inciso negativamente sul risultato conseguito.

Nel 2013 il rendimento netto prodotto dagli immobili detenuti direttamente dall’Ente destinati a locazione è nullo; nel 2012 esso era risultato pari a -0,31%, calcolato sulla base del relativo valore contabile, e pari al -0,22%, calcolato sulla base del relativo valore di mercato. Su tale



risultato ha in particolare inciso la contrazione (pari al 16,5%) dei canoni di locazione, passati da 35,9 mln di euro del 2012 a 30 mln di euro del 2013, la quale ha neutralizzato l'effetto positivo connesso all'assenza di svalutazioni rispetto al 2012 (in cui erano risultate pari a 5,6 mln di euro). A detta dinamica ha certamente contribuito l'incremento – nel medesimo periodo di riferimento – della quota degli immobili in questione (espressa in termini di metri quadrati commerciali) rimasta sfitta, che passa dal 36,9% al 41% (la morosità è invece scesa dall'8,1% al 6,6%).

Il rendimento netto della componente mobiliare, calcolato sulla base del relativo valore contabile, è pari al 3,26%, a fronte del 5,05% ottenuto nel 2012. Relativamente alle singole voci di ricavi e costi che hanno determinato detto risultato, nel biennio 2012-2013 si rileva in particolare un significativo incremento delle svalutazioni (da 56,4 a 144,9 mln di euro), a fronte di una contrazione delle riprese di valore (da 73,3 a 17,2 mln di euro), e delle componenti positive derivanti dalle operazioni di vendita (da 237,4 a 275,1 mln di euro), a fronte della riduzione delle componenti negative connesse alle medesime operazioni (da 77,6 a 47,2 mln di euro).

Allo scopo di calcolare la redditività realizzata a valori correnti, le voci di ricavi e costi da ultimo impiegate devono essere integrate con le plusvalenze e le minusvalenze maturate nell'anno di riferimento. Rapportando quindi dette voci di ricavi e costi alla consistenza media delle attività mobiliari a valori di mercato, il rendimento netto realizzato nel 2013 è pari al 3,22%.

Avuto riguardo, da ultimo, alla complessiva gestione finanziaria dell'Ente (vale a dire quella inerente al complesso delle attività immobiliari e mobiliari detenute), il rendimento netto, calcolato sulla base dei valori contabili di dette attività, risulta pertanto pari al 2,90%, a fronte del 4,39% realizzato nel 2012.

* * * * *

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2013, l'Ente ha fatto presente, con riguardo alla componente mobiliare, che la buona *performance* ottenuta è stata determinata:

- dall'ottima diversificazione del patrimonio tra le diverse classi d'investimento che ha visto, a fronte di un contributo negativo al risultato da parte della classe obbligazionaria, un forte contributo positivo della classe azionaria;
- dalla buona aderenza dei rendimenti del portafoglio dell'Ente rispetto ai *benchmark* di riferimento grazie all'ulteriore implementazione di mandati passivi, che ha anche comportato una proporzionale riduzione dei costi di gestione;
- dalla sovraesposizione in titoli di Stato italiani che ha contribuito a far registrare una *performance* sul comparto governativo area Euro, la quale ha poi comportato una sovra *performance* della classe obbligazionaria;
- dall'attenta e puntuale misurazione dei rischi complessivi che ha indotto a una dinamica esposizione alle divise diverse dall'euro, contenuta comunque entro i limiti stabiliti, e a una gestione opportunistica degli strumenti alternativi.

Lettera
E

Modalità seguite nella gestione diretta e/o indiretta, con evidenza degli advisor e gestori che hanno partecipato al processo di investimento e delle modalità di selezione e remunerazione degli stessi.

A fine 2013 le attività conferite in gestione a intermediari specializzati ammontano a 3.008,7

mln di euro (38% delle attività totali), in aumento rispetto ai 1.932,6 mln di euro del 2012. Di queste, il 40,8% è costituito da titoli di Stato, il 28,2% da titoli di capitale quotati, il 19,3% da titoli di debito quotati e il 5,5% da OICR aperti non armonizzati; per tali strumenti finanziari l'incidenza della quota presente nei mandati di gestione rispetto all'ammontare complessivamente presente nel portafoglio dell'Ente è rispettivamente pari al 62,4%, all'85,5%, al 78,2% e al 93,2%.

Si ritiene utile evidenziare che, tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente, l'ammontare delle risorse gestite da intermediari specializzati è pari a 4.300,7 mln di euro (pari al 54,4% delle attività totali).

Alla fine dell'anno di riferimento risultano presenti 21 gestori (7 in più rispetto all'anno precedente); la quota di risorse in gestione facente capo a ciascun intermediario è inferiore o pari al 7%, fatta eccezione per State Street a cui è riferibile il 20,7% (corrispondente al 7,9% delle attività totali detenute dall'Ente). A detti intermediari si aggiunge poi BNP Paribas AM per il mandato di gestione *Currency Overlay* richiamato in precedenza.

In relazione a tali gestori si forniscono le seguenti informazioni:

Gestore	Tipologia mandato	Commissione gestione annua	Commissione performance	Modalità selezione	Scadenza mandato
Amundi	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area Euro <i>inflation linked</i> (<i>benchmark</i> : Barclays Capital World Govt Inflation-Linked ex EMU Index in euro senza copertura valutaria).	0,07%	-	Procedura di <i>beauty contest</i>	Tempo indeterminato, con possibilità di recesso senza preavviso
Amundi	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area Euro (<i>benchmark</i> : JP Morgan GBI World ex EMU in euro senza copertura valutaria).	0,06%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Axa	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli obbligazionari governativi	0,27%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	paesi emergenti (<i>benchmark</i> : JP Morgan EMBI Global in euro senza copertura valutaria).				
Banca Popolare di Sondrio	Attivo sui titoli obbligazionari governativi Area Euro (<i>benchmark</i> : JP Morgan GBI EMU in euro).	0,10%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Blackrock	Passivo sui titoli obbligazionari <i>corporate investment grade</i> , emissioni in dollari (<i>benchmark</i> : Barclays Capital US Aggregate Credit in euro senza copertura valutaria).	0,119 %	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Credit Suisse	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area Euro [<i>benchmark</i> : Barclays Fiscal Strenght Customized countries (Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia) in euro senza copertura valutaria].	0,069%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Credit Suisse	Passivo sui titoli azionari paesi sviluppati Area pacifico <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Pacific in	0,09%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	euro senza copertura valutaria).				
Deutsche Bank	Passivo sui titoli obbligazionari <i>corporate investment grade</i> , emittenti europei (<i>benchmark</i> : Barclays Capital Pan-European Aggregate Credit in euro senza copertura valutaria).	0,11%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Deutsche Bank	Attivo <i>absolute return</i> con limite massimo di volatilità 6% (<i>benchmark</i> : 50% HFRI Fund Weighted Composite Index - Eur + 50% HFRI Fund Weighted Composite Index - USD, valorizzato in Euro senza copertura valutaria).	0,10%	10% <i>overperformance</i> calcolata annualmente con il criterio <i>High Water Mark</i>	Idem c.s.	Idem c.s.
Dexia	Passivo sui titoli obbligazionari <i>corporate investment grade</i> , emittenti europei (<i>benchmark</i> : Barclays Capital Pan-European Aggregate Credit in euro senza copertura valutaria).	0,081%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Eurizon	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area Euro <i>inflation linked</i>	0,072%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	(<i>benchmark</i> : Barclays Capital World Govt Inflation-Linked ex EMU Index in euro senza copertura valutaria).				
Goldman Sachs	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli azionari USA <i>mid e small cap</i> (<i>benchmark</i> : Russell 2000 in euro senza copertura valutaria).	0,40%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
HSBC	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli obbligazionari <i>corporate investment grade</i> , emittenti europei (<i>benchmark</i> : Barclays Capital Pan-European Aggregate Credit in euro senza copertura valutaria).	0,15%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
JP Morgan	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli azionari paesi sviluppati Area pacifico <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI North America in euro senza copertura valutaria).	0,20%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Lombard Odier	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area	0,13%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	Euro (<i>benchmark</i> : LOIM FWD Global Bonds ex EMU in euro senza copertura valutaria).				
Lombard Odier	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli obbligazionari governativi paesi emergenti (<i>benchmark</i> : JP Morgan EMBI Global in euro senza copertura valutaria).	0,25%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Lazard	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli azionari paesi emergenti <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Emerging Markets in euro senza copertura valutaria).	0,435%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Natixis	Passivo sui titoli azionari paesi emergenti <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : Ossiam Emerging Markets Minimum Variance in euro senza copertura valutaria).	0,133%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Natixis	Passivo sui titoli azionari Usa <i>mid e small cap</i> (<i>benchmark</i> : S&P 600 in euro senza copertura valutaria).	0,12%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

Pictet	Passivo sui titoli azionari paesi sviluppati Area pacifico <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Pacific in euro senza copertura valutaria).	0,12%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Pioneer	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli obbligazionari governativi Area Euro <i>inflation linked</i> [<i>benchmark</i> : Barclays Eurozone - All CPI Total Return Index Value Unhedged EUR (Serie L) in euro].	0,10%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Société Générale	Attivo <i>absolute return</i> con limite massimo di volatilità 6% (<i>benchmark</i> : 50% HFRI Fund Weighted Composite Index - Eur + 50% HFRI Fund Weighted Composite Index - USD , valorizzato in Euro senza copertura valutaria).	0,03%	10% <i>overperformance</i> calcolata annualmente con il criterio <i>High Water Mark</i>	Idem c.s.	Idem c.s.
State Street	Passivo sui titoli obbligazionari governativi Area Euro <i>inflation linked</i> [<i>benchmark</i> : Barclays Eurozone - All CPI Total	0,096%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	Return Index Value Unhedged EUR (Serie L) in euro].				
State Street	Passivo sui titoli azionari Nord America <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI North America in euro senza copertura valutaria).	0,08%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
State Street	Passivo sui titoli obbligazionari governativi paesi sviluppati esclusa Area Euro (<i>benchmark</i> : JP Morgan GBI World ex EMU in euro senza copertura valutaria).	0,096%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
State Street	Passivo sui titoli azionari paesi sviluppati Area pacifico <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Pacific in euro senza copertura valutaria).	0,08%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
State Street	Passivo sui titoli azionari europei <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Europe in euro senza copertura valutaria).	0,08%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
T- Rowe	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli azionari Nord America <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI North	0,383%	-	Idem c.s.	Idem c.s.

	America in euro senza copertura valutaria).				
UBS	Passivo sui titoli azionari europei <i>large cap</i> (<i>benchmark</i> : MSCI Europe in euro senza copertura valutaria).	0,10%	-	Idem c.s.	Idem c.s.
Western Asset	Attivo con limite di <i>tracking error</i> sui titoli obbligazionari <i>corporate investment grade</i> , emissioni in dollari (<i>benchmark</i> : Barclays Capital US Aggregate Credit in euro senza copertura valutaria)	0,25%	10% <i>overperformance</i> calcolata annualmente con il criterio <i>High Water Mark</i>	Idem c.s.	Idem c.s.

Circa le modalità di selezione adottate, si precisa che è stata seguita la procedura contemplata dal Documento richiamato al precedente punto A (ispirata ai principi – in esso richiamati – di imparzialità, parità di trattamento, trasparenza, proporzionalità ed economicità), la quale prevede la predisposizione – da parte della Direzione Patrimonio – di una graduatoria di potenziali controparti sulla base dei criteri generali e particolari indicati nel Documento stesso. I primi fanno riferimento a economicità, efficacia e diversificazione (per evitare rischi di concentrazione), mentre i secondi a profilo rischio/rendimento su almeno 5 anni, aderenza al *benchmark*, massa gestita, tempestività di esecuzione ordini, qualità del *management* e suo *track record*, livello commissionale e qualità, trasparenza e tempestività del *reporting*.

L'Ente si avvale inoltre, in qualità di *Risk Manager*, della società Deloitte Consulting S.p.A. La selezione è avvenuta tramite procedura a evidenza pubblica bandita in conformità alle disposizioni comunitarie in materia di affidamento di appalti pubblici e della connessa legislazione nazionale di recepimento (in particolare, il Codice dei contratti pubblici). Il contratto, con scadenza aprile 2015, prevede una remunerazione annua pari a 100 mila euro (oltre IVA).

Circa le modalità di selezione adottate, si precisa che la suddetta procedura è contemplata dal Documento, il quale prevede altresì che nella definizione dei requisiti di partecipazione particolare attenzione venga posta alle caratteristiche patrimoniali delle società candidate (masse totali oggetto di *advisory*), al loro *track record* in materia di misurazione e controllo del rischio finanziario, nonché al loro grado di indipendenza rispetto ai gestori.

Sistema di controllo – procedure e soggetti coinvolti

Il Documento prevede la predisposizione, da parte della Direzione Patrimonio coadiuvata dalla Direzione Amministrazione e Controllo, di una relazione periodica (di norma mensile) indirizzata al Consiglio di amministrazione, recante un'analitica descrizione della situazione di ogni comparto dell'*Asset Allocation*, corredata da una valutazione del grado di rischio assunto in rapporto al rendimento realizzato. In caso di significativi cambiamenti nei livelli di rendimento e/o di rischio derivanti dall'attività di investimento o di possibili superamenti prospettici delle soglie di rischiosità (definite, come si dirà oltre, per ogni *asset class*), la Direzione Patrimonio produce una relazione a carattere straordinario che viene indirizzata, oltre al predetto organo, anche ai gestori.

È previsto che la Direzione Patrimonio ponga in essere le seguenti attività:

- misurazione dei costi sostenuti, sia di gestione sia di negoziazione (espliciti e impliciti nei prezzi di acquisto e di vendita dei titoli);
- verifica dello stile di gestione e della velocità di rotazione del patrimonio (con eventuale richiesta di esaurienti spiegazioni in caso di disallineamento rispetto agli indicatori utilizzati, di cui si dirà oltre);
- nel caso di utilizzo di OICR (sia in forma diretta sia attraverso mandati di gestione), verifica della coerenza dei costi addebitati con quanto previsto, in particolare, nelle convenzioni di gestione, e dell'incidenza di detti costi sulla redditività realizzata (profilo, quest'ultimo, che verrà poi tenuto in considerazione in sede di formulazione di proposte di AATP e di singoli investimenti).

È inoltre previsto che il sistema di rilevazione delle informazioni provenienti dalle controparti, nel caso di investimento diretto, e dai gestori, nel caso di investimento indiretto e di sottoscrizione di OICR, debba assicurare la veridicità, la correttezza, la completezza e un livello di aggiornamento funzionale ai controlli da porre in essere. Peraltro, laddove la fonte di approvvigionamento dei dati che alimentano l'intero sistema di controllo sia diversa dalla Banca Depositaria, è comunque garantita la riconciliazione degli stessi con le evidenze di quest'ultima. I dati di mercato sono acquisiti attraverso specifici contratti con *information provider*.

L'Ente prevede infine, anche sulla base delle indicazioni fornite dal *Risk Manager*, meccanismi di allerta preventiva (*ex ante*), in base ai quali il rapporto rischio/rendimento viene identificato e misurato sotto tutti gli aspetti di rilievo, e metodologie di analisi dei risultati finalizzate ad attribuire il risultato della gestione (ovvero il differenziale rispetto a ciò che ci si attendeva), in termini di rischio e di rendimento, ai diversi fattori che hanno contribuito a generarlo (*performance attribution*).

Avuto specifico riguardo alla componente mobiliare, la Direzione Patrimonio, sulla base dell'AAS e dell'AATP approvate, monitora gli investimenti – diretti e indiretti – e i disinvestimenti, riferendo al Consiglio di amministrazione. In particolare, tenuto conto delle previsioni contenute nel “Manuale di controllo della gestione finanziaria”, monitora l'andamento degli *asset* relativi agli investimenti effettuati in gestione diretta, agli investimenti effettuati in gestione indiretta sulla base delle informazioni fornite dai gestori e alla liquidità gestita dalla Banca Tesoriera e dalla Banca Depositaria. Le risultanze di tali verifiche vengono

inoltre trasmesse al *Risk Manager* il quale valuta il profilo di rischio in essere e ne trasmette il risultato, con cadenza trimestrale, alla stessa Direzione Patrimonio.

Per quanto riguarda la componente immobiliare è previsto che la Direzione Patrimonio:

- trasmetta l'elenco degli immobili di proprietà alla Società di valutazione indipendente affinché questa proceda, annualmente, alla relativa valutazione (per il primo anno del triennio contrattuale attraverso una *full valuation* di ogni singolo cespite con apposito sopralluogo e per gli anni successivi attraverso una *desk top valuation*, che comporta un aggiornamento della valutazione senza sopralluogo);
- effettui, mensilmente, la valorizzazione reddituale degli immobili detenuti;
- sulla base delle valorizzazioni patrimoniali e reddituali disponibili, svolga un monitoraggio semestrale della componente in questione, trasmettendone relativa informativa al Consiglio di amministrazione.

Sistema di controllo – monitoraggio della gestione finanziaria

Il monitoraggio della gestione finanziaria è affidato alla Direzione Patrimonio e alle strutture che ad essa fanno capo; esso si basa sull'utilizzo di *software* di Banca Depositaria, sui dati e *reports* della Banca Depositaria medesima e dei singoli gestori, sull'utilizzo di *info provider* (Bloomberg e Morningstar direct) e sulle analisi del *Risk Manager*.

Il sistema di monitoraggio della gestione finanziaria fa riferimento ai seguenti principali parametri esplicitati nel citato "Manuale di controllo della gestione finanziaria":

- relativamente alle singole *asset class*:

Comparto	Rendimento atteso	Volatilità attesa	Perdita massima accettabile
Monetario	0,9%	0,7%	-0,3%
Governativo Euro	2,5%	3,6%	-3,4%
Corporate Euro	3,3%	4,0%	-3,3%
Governativo World ex EMU	1,7%	9,4%	-13,8%
Corporate USA	2,9%	8,4%	-10,9%
Corporate High Yield	5,6%	12,0%	-14,1%
Governativo Mercati Emergenti	4,5%	9,3%	-10,8%
Obbligazioni convertibili	5,1%	9,6%	-10,7%
Azioni Europa	7,0%	16,1%	-19,5%
Azioni USA	6,7%	15,0%	-18,0%
Azioni Pacifico	6,9%	17,3%	-21,6%
Azioni Mercati Emergenti	7,0%	17,8%	-22,3%
Total return	4,1%	6,9%	-7,2%
Private equity	5,7%	5,9%	-4,0%
Immobiliare domestico	6,2%	2,3%	0,0%
Immobiliare globale	4,8%	7,9%	-8,2%
Totale	4,3%	3,8%	-2,6%

- relativamente alla tipologia di gestione attiva:

- vita media residua dei titoli obbligazionari (*duration*): *range* 5-8 anni;
- TEV: *range* 4-7%;
- limiti qualitativi e quantitativi: leva finanziaria pari a uno, divieto prestito titoli se non specificatamente indicato in convenzione, limite massimo di investimento in titoli fuori dal *benchmark* pari al 10% del valore di mercato delle risorse in gestione.
- relativamente alla tipologia di gestione passiva:
 - vita media residua dei titoli obbligazionari (*duration*): in linea con i parametri del *benchmark* di riferimento;
 - velocità di rotazione del patrimonio (*turnover*): in funzione del ribilanciamento del *benchmark* di riferimento;
 - TEV: *range* 0,2% -1%;
 - limiti qualitativi e quantitativi: leva finanziaria pari a uno, divieto prestito titoli se non specificatamente indicato in convenzione, divieto di investimento in titoli fuori dal *benchmark* di riferimento.
- relativamente ai singoli gestori: si fa riferimento ai vincoli posti alla loro attività come indicati nelle convenzioni.

La Direzione Patrimonio con periodicità trimestrale verifica i suddetti parametri e, col supporto del *Risk Manager*, verifica anche la coerenza delle soglie di rischiosità con l'obiettivo finanziario e con la strategia posta in essere, provvedendo eventualmente ad adattare le soglie al mutare delle circostanze e/o degli andamenti dei mercati.

Sistema di controllo – risk management

L'Ente ha affidato la funzione di *risk management* alla società Deloitte Consulting S.p.A. che elabora trimestralmente un *report* che nella sua attuale struttura presenta il seguente contenuto:

- l'analisi del portafoglio finanziario complessivo (con l'esclusione delle macro *asset class* monetario e immobiliare); in tale sezione viene analizzata:
 - per detto portafoglio, la redditività (a 3 mesi, a 6 mesi, alla data di riferimento e a un anno) e la rischiosità (*standard deviation* e VAR su base annua e intervallo di confidenza 95%) in raffronto al *benchmark*, e la TEV;
 - per le macro *asset class* prese in esame (vale a dire, obbligazionario, azionario e strumenti alternativi), la redditività (a un anno) in raffronto al *benchmark* e la rischiosità (VAR su base mensile e intervallo di confidenza 99%);
 - per i singoli comparti che compongono le predette macro *asset class* (come visto in precedenza, per obbligazionario: governativo Euro, *corporate* Euro, governativo Word ex EMU, *corporate* USA, *corporate High Yield*, governativo Mercati Emergenti e obbligazioni convertibili; per azionario: azioni Europa, azioni USA, azioni Pacifico e azioni Mercati Emergenti; per strumenti alternativi: *total return* e *private equity*), la redditività (a un anno) in raffronto al *benchmark*, alcuni ulteriori indicatori di *performance* (indici di Treynor, Sharpe e Sortino, *Information Ratio*, Alpha di Jensen, TEV e, per la componente obbligazionaria, lo *Yield to Maturity*), la rischiosità in termini di *standard deviation*, *downside deviation*, VAR – anche nella versione corretta per tener conto del rischio di liquidità (fatta eccezione per i comparti *corporate High Yield* e obbligazioni convertibili e per l'*asset class* strumenti alternativi) – (con il suo corrispettivo in positivo il *Potential Gain*) ed *Expcted Shortfall* (con il suo corrispettivo in positivo l'*Expected Upside*);
 - per i comparti privi di copertura del rischio di cambio, l'esposizione a detto rischio;
 - per i comparti obbligazionari (fatta eccezione per quelli *corporate High Yield* e obbligazioni convertibili), l'esposizione al rischio di credito (misurato dal *Credit VAR*);



- l'analisi di dettaglio dei singoli comparti che compongono le predette macro *asset class* (fatta eccezione per quello *private equity*); per ciascun comparto vengono riproposte le analisi ad essi dedicate nella sezione contenente l'esame del portafoglio finanziario complessivo, integrate dal calcolo del Beta e della correlazione, dall'indicazione delle caratteristiche della distribuzione di probabilità dei rendimenti in termini di simmetria e curtosi, e dalla verifica dell'impatto sul relativo valore di alcuni degli eventi di maggior *stress* registrati negli ultimi anni; inoltre:
 - per i comparti obbligazionari, vengono esaminate la *Modified Duration* e la *Spread Duration* e viene fornita, per le emissioni governative, la ripartizione geografica e, per quelle *corporate*, la ripartizione per *rating*, calcolandone il relativo contributo al VAR;
 - per i comparti azionari (fatta eccezione per quello Mercati Emergenti), viene fornita la ripartizione geografica e per settore merceologico, calcolando – per quest'ultima – il relativo contributo al VAR.

Il *Risk Manager* utilizza per la sua attività i dati forniti dalla Banca Depositaria e controllati dalla Direzione Patrimonio.

Lettera G *Banca, distinta dal gestore, scelta per il deposito delle risorse affidate in gestione, nonché le modalità di selezione della stessa.*

L'Ente si è avvalso di BNP Paribas Securities Services per l'attività di Banca Depositaria, la cui selezione è avvenuta tramite procedura di gara in ambito UE ai sensi del d.lgs. 163/2006 e il cui mandato è scaduto il 30 giugno scorso. Il contratto prevedeva una commissione pari allo 0,025% per titoli azionari e obbligazionari, a 0,02% per fondi immobiliari, *private equity* ed *hedge*, e allo 0,05% per gli altri OICR.

Si rileva inoltre, sulla base delle informazioni fornite dall'Ente, che alla fine del 2013 le attività depositate presso la suddetta banca ammontano a 4.300,7 mln di euro, inerenti sia ai mandati di gestione in essere (come detto, pari a 3.008,7 mln di euro) sia agli OICR detenuti direttamente.

Lettera H *Tasso di rendimento medio delle attività, realizzato nell'ultimo quinquennio, nonché risultati attesi dall'ultimo piano degli investimenti adottato, da prendere a riferimento ai sensi del decreto ministeriale 29 novembre 2007.*

Nel quinquennio 2009-2013, il rendimento netto medio annuo composto prodotto dalla gestione finanziaria (inerente al complesso delle attività immobiliari e mobiliari detenute dall'Ente), calcolato sulla base dei valori contabili di dette attività, è pari al 3,16%.

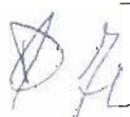
Relativamente all'ultimo bilancio tecnico predisposto non risultano intervenute variazioni rispetto all'anno 2012. L'Ente ha infatti fatto presente che si tratta di quello riferito al 31 dicembre 2011, redatto ipotizzando un tasso di rendimento reale (al lordo delle imposte) pari all'1,5%, in presenza di un valore di inflazione posto pari all'1,5% sino al 2015 e al 2% per gli anni successivi.

Il piano degli investimenti adottato a ottobre 2013 (avente decorrenza 1° gennaio 2014) presenta un tasso di rendimento annuo reale atteso (al netto delle imposte) pari all'1,8%. La redditività

attesa (sempre al netto delle imposte) è pari all'1,8% per la componente mobiliare e al 2% per quella immobiliare.

ALLEGATI:

- Segnalazione dati anno 2013.



Oggetto: RELAZIONE COVIP AI SENSI DELL'ART.2, COMMA 1, D.M. 5 GIUGNO 2012.

Da: dg_previdenza_24@lavoro.gov.it <dg_previdenza_24@lavoro.gov.it>

Data: Mon, 12 Jan 2015 12:15:53 +0100 [12:15:53 CET]

A: segreteria.presidenza@inarcassa.it

2 Allegati Salva Tutti

 2 5786-REG-1421058111936-scansione906888727930305288.pdf 151 KB 

 3 INARCASSA.pdf 796 KB 

 1 sconosciuto 0 KB

Questo è un messaggio di posta elettronica inviato in automatico dal servizio di protocollo informatico.

Si prega pertanto di non rispondere all'indirizzo del mittente di questa mail ma all'indirizzo mittente del documento allegato.

Invio di documento protocollato

A: segreteria.presidenza@inarcassa.it

Oggetto: RELAZIONE COVIP AI SENSI DELL'ART.2, COMMA 1, D.M. 5 GIUGNO 2012.

Numero: 419

Data protocollo: 12/01/2015

Protocollato da: 36 - D.G. per le politiche previdenziali e assicurative

Allegati: 1