

**CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA  
FORENSE – CF**

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

Anno 2016



**COVIP**

COMMISSIONE DI VIGILANZA  
SUI FONDI PENSIONE

---

## **SCHEMA DI SINTESI**

---

### **PREMESSA**

Come noto, non risulta ancora concluso l'iter di approvazione del decreto recante le disposizioni – rivolte agli Enti previdenziali di cui ai d.lgs. 509/1994 e 103/1996 – in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario (ex articolo 14, comma 3, del d.l. 98/2011, convertito con modificazioni dalla l. 111/2011).

In proposito non può che farsi presente come la sua adozione consentirebbe di disporre di un quadro di regole certe e predeterminate all'interno del quale verrebbero esercitate le prerogative gestionali degli Enti; essa favorirebbe inoltre l'ordinato esercizio della complessiva azione di vigilanza delle diverse Istituzioni a ciò preposte, ivi compresa la valutazione di atti regolamentari degli Enti stessi, preordinati a una migliore definizione dei processi gestionali in materia di investimento delle risorse.

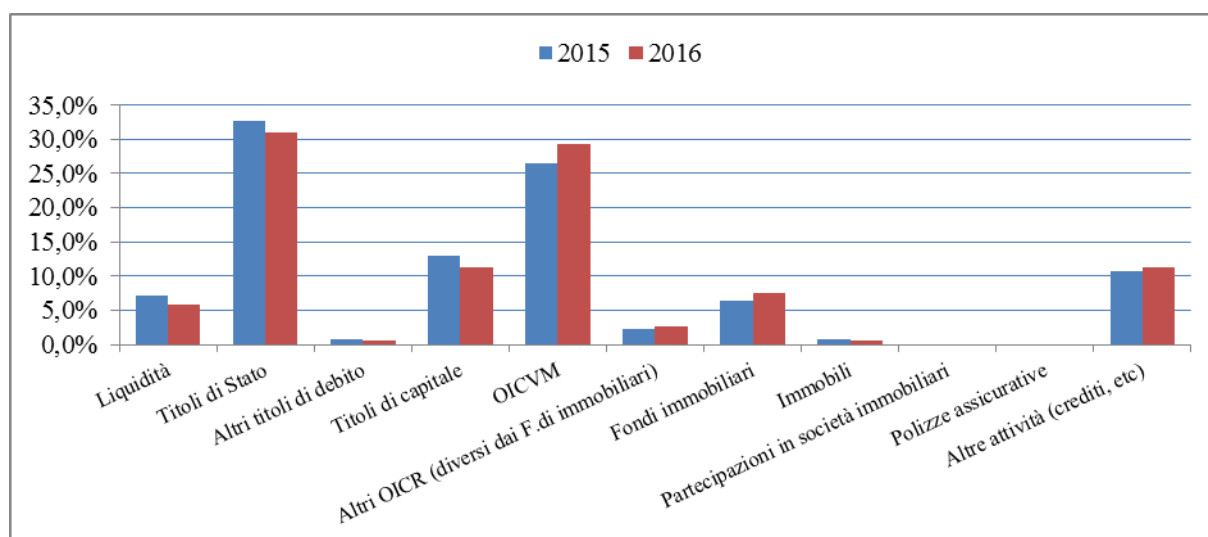
\* \* \* \* \*

Nel rinviare all'allegato referto quanto all'analisi in dettaglio delle risultanze dell'attività condotta da questa Autorità ai sensi dell'articolo 2, comma 1, del d.m. 5 giugno 2012, si riportano, sinteticamente, per pronta evidenza, i principali elementi emersi.

<b>COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO</b>
-------------------------------------

Come emerge dalla tabella che segue, al 31 dicembre 2016 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 11.639,5 mln di euro, in aumento di 908,4 mln di euro rispetto alla fine del 2015 (pari all'8,5%).

Composizione delle attività a valori di mercato. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)	2015		2016	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	766.035	7,1	690.042	5,9
Titoli di Stato	3.507.579	32,7	3.601.470	30,9
Altri titoli di debito	75.529	0,7	75.517	0,6
- quotati	529	0,0	517	0,0
- non quotati	75.000	0,7	75.000	0,6
Titoli di capitale	1.392.408	13,0	1.315.771	11,3
- quotati	1.027.408	9,6	950.771	8,2
- non quotati	365.000	3,4	365.000	3,1
OICVM	2.848.699	26,5	3.399.450	29,2
- di cui: componente obbligazionaria	1.132.044	10,5	1.076.030	9,2
- di cui: componente azionaria	909.946	8,5	1.334.198	11,5
Altri OICR	926.729	8,6	1.174.290	10,1
- di cui: fondi immobiliari	684.360	6,4	874.597	7,5
Immobili	65.478	0,7	64.851	0,6
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	-	-	-	-
Altre attività	1.148.702	10,7	1.318.129	11,3
<b>Totale attività</b>	<b>10.731.159</b>	<b>100,0</b>	<b>11.639.520</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria</i>				
<b>Investimenti nel real estate</b>	<b>749.838</b>	<b>7,1</b>	<b>939.448</b>	<b>8,1</b>
Immobili	65.478	0,7	64.851	0,6
Fondi immobiliari	684.360	6,4	874.597	7,5
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
<b>Investimenti in titoli di debito</b>	<b>4.715.152</b>	<b>43,9</b>	<b>4.753.017</b>	<b>40,7</b>
Titoli di Stato	3.507.579	32,7	3.601.470	30,9
Altri titoli di debito	75.529	0,7	75.517	0,6
Componente obbligazionaria tramite OICVM	1.132.044	10,5	1.076.030	9,2
<b>Investimenti in titoli di capitale</b>	<b>2.302.354</b>	<b>21,5</b>	<b>2.649.969</b>	<b>22,8</b>
Titoli di capitale	1.392.408	13,0	1.315.771	11,3
Componente azionaria tramite OICVM	909.946	8,5	1.334.198	11,5



### RENDIMENTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Il rendimento netto a valori di mercato della gestione finanziaria (inerente al complesso delle attività mobiliari e immobiliari, queste ultime del tutto residuali per la componente destinata a

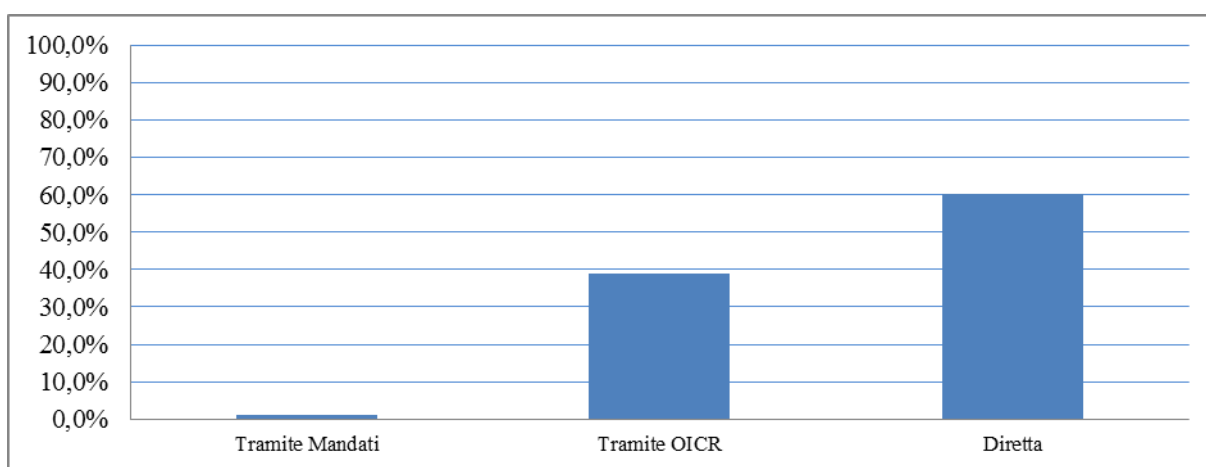
locazione) è pari all'1,95% (5,27% nel 2015) (1).

Nel quinquennio 2012-2016 il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato è pari al 7,9% (2).

#### MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2016 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 120,3 mln di euro, pari all'1% delle attività totali, e fanno capo a un solo gestore, selezionato mediante procedura di *beauty contest*; tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente, l'ammontare delle risorse gestite da intermediari specializzati arriva a 4.636 mln di euro (corrispondente al 39,8% delle attività totali).

Il grafico seguente rappresenta la ripartizione delle attività tra le tre modalità di gestione prese in considerazione:



A fine 2016 l'Ente non si avvale di un depositario.

#### REGOLAMENTAZIONE INTERNA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

L'Ente ha definito una propria disciplina in materia di investimenti contenuta nel seguente documento:

##### Modalità per la gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare

Il documento è stato modificato da ultimo in data 27 ottobre 2016 anche al fine di superare alcune incongruenze presenti nel testo previgente; si trattava, come già evidenziato nel referto reso sul 2015, di incongruenze tra l'assetto di *governance* degli investimenti contemplato dal

(1) Va rilevato incidentalmente che il rendimento inerente al 2015 differisce da quello riportato nel referto su tale anno in quanto, in occasione della segnalazione dei dati sul 2016, è stata modificata – anche per gli anni pregressi – la modalità di calcolo della redditività a valori di mercato ai fini di una sua migliore approssimazione. Si precisa inoltre che tali valori non tengono conto delle plus/minusvalenze maturate sugli OICR di tipo chiuso in quanto l'Ente non le ha prese in considerazione ritenendo la variazione del NAV non esaustiva ai fini della determinazione dell'effettivo rendimento di questi strumenti, in quanto la maggior parte di essi non ha ancora completato la politica di investimenti.

(2) Si precisa che il calcolo di tale rendimento non tiene conto, per gli anni 2015 e 2016, delle plus/minusvalenze maturate sugli OICR di tipo chiuso.

documento stesso e quello effettivamente in essere.

## ASSETTO ORGANIZZATIVO IN MATERIA DI INVESTIMENTI

### SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

Sulla base delle previsioni contenute nel documento “Modalità per la gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare”, nel processo di investimento delle risorse dell’Ente risultano coinvolti:

- Comitato dei Delegati;
- Consiglio di amministrazione;
- Comitato Investimenti (composto dal Presidente, da 3 consiglieri, dal Direttore generale e – senza diritto di voto – dai responsabili dell’Ufficio Investimenti e del Servizio Contabilità e Finanza);
- Ufficio Investimenti (che al 1° dicembre 2016 disponeva di 5 risorse, ivi incluso il responsabile, riferibili ai tre settori in esso presenti: “Gestione diretta”, “Gestione fondi” e “Investimenti alternativi”);
- Ufficio Patrimonio, interno al Servizio Contabilità e Finanza [che al 1° dicembre 2016 disponeva di 11 risorse, riferibili ai tre settori in esso presenti: “*Middle e Back Office*”, “Ufficio Programmazione e Controllo di gestione (PRC) – sezione *Risk Management*” e “Tesoreria”];
- *advisor ex ante*, principalmente con funzioni di supporto nella selezione dei gestori e nella valutazione del rischio *ex ante* degli investimenti;
- *advisor ex post*, principalmente con funzioni di predisposizione dell’analisi di *Asset-Liability Management* – ALM e di supporto nel controllo della gestione finanziaria.

### SOGGETTI COINVOLTI NEL CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Sulla base delle previsioni contenute nel documento “Modalità per la gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare”, il sistema di controllo della gestione finanziaria risulta incentrato sull’Ufficio Patrimonio, interno – come già detto – al Servizio Contabilità e Finanza, e sull’*advisor ex post*.

### SOGGETTI CON FUNZIONI DI SUPPORTO CONSULENZIALE

L’Ente si avvale, in qualità di *advisor ex post*, della società Mangusta Risk, selezionata attraverso la procedura del cottimo fiduciario ex art. 125 del d.lgs. 163/2006. Il relativo contratto (riferito al biennio 2015-2016) è stato prorogato per il 2017 in attesa dello svolgimento della procedura di gara europea finalizzata alla selezione del nuovo soggetto a cui affidare tale incarico per un periodo quadriennale, nell’ottica di instaurare con lo stesso un rapporto più duraturo.

A partire dal 1° settembre 2016 l’Ente si avvale, in qualità di *advisor ex ante*, della società Tower Watson Italia – selezionata attraverso la procedura del cottimo fiduciario ex art. 125 del d.lgs. 163/2006 – il cui contratto è di durata biennale.

## POLITICA DI INVESTIMENTO ADOTTATA

Nell’anno in esame il portafoglio strategico di riferimento (*Asset Allocation* Strategica – AAS) è quello definito sulla base delle risultanze dell’analisi ALM riferita al 30 giugno 2015 predisposta dall’*advisor ex post*, caratterizzato da un rendimento atteso lordo del 5,15%

(corrispondente a un rendimento netto del 3,98%), a fronte di una rischiosità attesa in termini di volatilità (deviazione standard), pari al 6,45%, e di *value at risk* – VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%), pari al 6,74%.

---

***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**

Preliminarmente va rilevato che in data 27 ottobre 2016 il Consiglio di amministrazione ha modificato il documento recante le “Modalità per la gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare” (di seguito, Documento), anche al fine di superare alcune incongruenze presenti nel testo previgente (3); si trattava, come già evidenziato da ultimo nel referto reso sul 2015, di incongruenze tra l’assetto di *governance* degli investimenti contemplato dal Documento stesso e quello effettivamente in essere (4).

Ciò premesso, per il profilo in esame il Documento prevede, sul piano generale, che i criteri di investimento siano definiti prendendo a riferimento i seguenti obiettivi:

- conservazione del valore reale del patrimonio;
- conseguimento di una redditività coerente con le finalità istituzionali dell’Ente e con il bilancio tecnico attuariale;
- copertura dei flussi finanziari, correnti e prospettici, seguendo un’impostazione di *Asset-Liability Management* – ALM.

È altresì previsto che annualmente il Consiglio di amministrazione elabora la proposta inerente ai criteri di individuazione e ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti, contenuta nel documento relativo alla politica di investimento recante la ripartizione strategica del patrimonio tra le diverse classi di investimento (distinte per tipologia, nazionalità e valuta degli strumenti finanziari da impiegare), con l’indicazione dei livelli di rischio considerati accettabili per ciascuna di esse. Tale proposta, che deve essere approvata dal Comitato dei Delegati, è previsto contenga i criteri di investimento per l’anno di riferimento e l’entità degli scostamenti possibili a fini tattici.

L’Ente ha trasmesso l’analisi ALM condotta – con riferimento al 30 giugno 2015 – dall’*advisor* (Mangusta Risk), le cui risultanze sono alla base dell’*Asset Allocation* Strategica – AAS adottata per l’anno in esame. Tale elaborazione si fonda sul bilancio tecnico al 31 dicembre 2013 (di cui prende in considerazione lo “scenario B” che ipotizza che nessun iscritto – avente diritto – opti per la contribuzione ridotta) e si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza le passività dell’Ente su un arco temporale di 50 anni, sulla base delle ipotesi del suddetto bilancio tecnico, effettuando anche un’analisi a “gruppo chiuso” per valutare gli squilibri cumulati nel tempo (la quale evidenzia il rendimento nominale netto necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari al 2,2% in diminuzione rispetto al 3,6% dell’ultima elaborazione precedentemente condotta);
- calcola il *funding ratio* alla data di riferimento (43%, rispetto al 37,9% dell’ultima

---

(3) Si tratta della versione approvata dal Comitato dei Delegati in data 24 ottobre 2014 la quale, come già evidenziato da ultimo nel referto reso sul 2015, aveva introdotto nel testo approvato il 19 febbraio 2010 alcune novità principalmente di tipo procedurale e organizzativo.

(4) Per completezza si fa presente che in occasione di tali modifiche è stata anche introdotta (Capo III) la disciplina inerente alla nomina dei rappresentanti dell’Ente nei comitati consultivi/*advisory board* dei fondi chiusi mobiliari e immobiliari, ai relativi requisiti, ai compensi/rimborsi spettanti, alla cessazione dall’incarico e alla documentazione da predisporre e trasmettere all’Ente stesso.

- elaborazione precedentemente condotta) (5);
- formula, ad esito delle valutazioni condotte, una proposta di AAS triennale (2016-2018) definita:
    - in funzione del perseguimento di un rendimento obiettivo immutato rispetto a quello stimato per l'AAS costruita sulla base della precedente analisi ALM riferita al 30 giugno 2014 (pari al 2,4% reale netto, che a tale data corrispondeva al 5,35% nominale lordo di imposte e che nell'elaborato in esame – sulla base delle nuove ipotesi su inflazione e imposizione fiscale – è aggiornato in 5,41%). Tale scelta di continuità risulta connessa alla circostanza che l'analisi condotta sul ciclo attivo/passivo si fonda comunque sulle risultanze del bilancio tecnico di fine 2013, le quali avrebbero potuto subire significativi aggiornamenti nell'ambito del bilancio tecnico riferito a fine 2014, all'epoca non ancora disponibile;
    - tenendo conto della diminuzione della redditività attesa dell'AAS triennale (2015-2017) all'epoca in essere (ossia quella contenuta nel bilancio di previsione per l'anno 2015, rappresentativa della composizione di convergenza verso l'equilibrio ALM), principalmente dovuta alla riduzione dei tassi di interesse e all'aumento dell'imposizione fiscale;
    - sulla base dei seguenti vincoli relativi alla composizione delle attività:
      - monetario, da un minimo del 4% a un massimo del 10%;
      - titoli di Stato euro, fino a un massimo del 50%;
      - titoli di Stato ex-EMU, fino a un massimo del 20%;
      - *bond emerging market*, fino a un massimo del 5%;
      - *inflation linked*, almeno il 15%;
      - *corporate* Europa e *investment grade* ex-Europa, fino a un massimo del 12%;
      - *corporate high yield/credit*, fino a un massimo del 3%;
      - azionario Europa, fino a un massimo del 20%;
      - azionario ex-Europa, fino a un massimo del 15%;
      - *private equity*, fino a un massimo del 5%;
      - “beni reali altro” (classe, sostitutiva della preesistente “altri investimenti”, in cui sono ricompresi anche gli investimenti in infrastrutture, precedentemente allocati nella classe immobiliare), fino a un massimo del 5%;
      - immobiliare, da un minimo dell'11% a un massimo del 23%;
  - effettua il raffronto tra l'AAS triennale (2016-2018) proposta e quella all'epoca in essere in termini di rischio/rendimento, sia nel complesso che in relazione alle singole *asset class* prese in considerazione (che vengono pure confrontate sotto il profilo della copertura o meno del rischio di cambio). In particolare, l'AAS proposta presenta un rendimento nominale lordo atteso del 5,15% (contro il 5% dell'AAS in essere), un rendimento nominale netto atteso del 3,98% (contro il 3,9% dell'AAS in essere), un rendimento reale netto atteso dell'1,96% (contro l'1,88% dell'AAS in essere), una volatilità del 6,45% (contro il 6,23% dell'AAS in essere), un *value at risk* – VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%) del 6,74% (contro il 6,41% dell'AAS in

---

(5) Tale valore è calcolato nello scenario a “gruppo chiuso” e senza contribuzione futura. Per completezza si fa presente che l'*advisor* evidenzia tuttavia come, a suo avviso, questa impostazione – di norma utilizzata per i fondi pensione a capitalizzazione – mal si adatti a un regime a ripartizione, in quanto la passività è maturata a fronte di un potenziale flusso contributivo. Per questo motivo, nell'elaborazione in questione viene riportato anche il *funding ratio* calcolato sempre a “gruppo chiuso” ma tenendo conto anche della contribuzione futura; tale indicatore è pari al 185,51% sull'orizzonte di 30 anni e al 104,72% sull'orizzonte di 50 anni.

essere) e un *expected shortfall* 5% (riferito quindi al 5% dei casi peggiori) pari al 9,18% (contro l'8,8% dell'AAS in essere);

- formula una proposta di AAS per l'anno di riferimento (ossia il 2016), quale piano di convergenza verso l'AAS triennale (2016-2018), tenendo conto della composizione effettiva del portafoglio al 30 giugno 2015 (caratterizzata, in particolare, dal sovrappeso della componente obbligazionaria governativa indicizzata all'inflazione e azionaria e dal sottopeso della quota illiquida e immobiliare) e delle condizioni dei mercati.

La proposta dell'*advisor* risulta in particolare volta, fermo restando l'universo investibile, ad aumentare la diversificazione geografica delle tre principali macro *asset class* (governativo, *corporate investment grade* e azionario) – diminuendo quindi la concentrazione nell'area euro – e a ridurre la componente obbligazionaria indicizzata all'inflazione, ritenuta – sulla base della struttura delle passività e dei saldi (previdenziale e di cassa) dell'Ente – sovrabbondante rispetto alla sensibilità del patrimonio a tale fattore di rischio, e quindi un indesiderabile ulteriore fattore di concentrazione. Secondo l'*advisor*, la convergenza verso la nuova AAS – fatta eccezione per il ridimensionamento del portafoglio di obbligazioni *inflation linked* – poteva essere realizzata direttamente con l'impiego dei nuovi flussi di cassa a disposizione dell'Ente.

La proposta di AAS dell'*advisor* è stata quindi fatta propria dall'Ente che l'ha inserita nel bilancio di previsione per l'anno 2016 – approvato dal Comitato dei Delegati – nel quale è presente il seguente assetto strategico:

	2016	2016-2018
<i>Asset class</i>	%	%
<b>Monetario</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,0%</b>
<b>Obbligazionario</b>	<b>50,0%</b>	<b>46,5%</b>
<i>Governativo</i>	41,5%	37,5%
- Titoli di Stato Italia	13,0%	
- Titoli di Stato EMU ex Italia	1,5%	12,5%
- Titoli di Stato ex EMU	4,0%	4,0%
- Paesi emergenti	3,5%	3,5%
- <i>Inflation linked</i>	19,5%	17,5%
<i>Corporate</i>	8,5%	9,0%
- Europa	4,5%	4,5%
- <i>Investment grade</i> ex Europa	2,0%	2,5%
- <i>High yield/credit</i>	2,0%	2,0%
<b>Azionario</b>	<b>21,0%</b>	<b>20,0%</b>
- Italia	8,0%	
- Europa ex Italia	7,5%	10,5%
- Nord America	3,5%	4,5%
- Pacifico	1,5%	3,0%
- Paesi emergenti	0,5%	2,0%
<b>Beni reali/Absolute return</b>	<b>9,5%</b>	<b>13,5%</b>
- <i>Absolute return</i>	4,0%	4,0%
- <i>Private equity</i>	3,5%	4,5%
- Beni reali altro	2,0%	5,0%
<b>Immobiliare</b>	<b>14,0%</b>	<b>16,0%</b>
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Nel bilancio di previsione, in linea con le disposizioni contenute nel sopra citato Documento, è stata indicata la rischiosità della nuova AAS triennale in termini di volatilità, pari al 6,45%, e di VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%), pari al 6,74%.

Nel bilancio di previsione è inoltre presente la banda di oscillazione dei pesi delle singole classi

di attività rispetto a quelli assegnati nel portafoglio strategico – rappresentativa del perimetro entro cui costruire l'*Asset Allocation* Tattica (AAT) – che consente una variabilità, in aumento o in diminuzione, pari al 3% per le macro *asset class* immobiliare, liquidità, obbligazionario e azionario e pari allo 0,5% per le restanti.

Nell'implementazione della politica di investimento definita con la suddetta AAS l'Ente segue una strategia di tipo *Core-Satellite* volta a immobilizzare nella prima componente (*Core*) gli investimenti sottratti all'operatività di breve periodo in vista della costruzione di una copertura di lungo periodo del passivo; si tratta di investimenti volti a generare, con la minore discontinuità possibile, il rendimento reale *target* dell'ALM. La seconda componente (*Satellite*) è invece costituita dagli investimenti meno correlati all'evoluzione del passivo ma potenzialmente in grado di generare, nel medio termine, un rendimento reale superiore a quello *target* dell'ALM.

Sotto il profilo delle modalità gestionali, il Documento contempla sia la gestione diretta sia quella indiretta realizzata per il tramite di gestori professionali. Relativamente a quest'ultima, esso esplicita i criteri da seguire nella selezione che deve avvenire sulla base di procedure trasparenti e imparziali e della valutazione dei seguenti principali profili (ciascuno caratterizzato da un fattore di ponderazione, definito tempo per tempo dal Consiglio di amministrazione, dipendente dalla specifica rilevanza):

- assetto e solidità della società;
- struttura organizzativa e risorse dedicate;
- massa di risparmio gestita per conto terzi;
- griglia delle commissioni fisse e/o di *performance*;
- risultato di gestione;
- metodologia di *reporting* e trasparenza dei risultati;
- sistemi di monitoraggio del rischio;
- prevenzione e gestione dei conflitti di interesse.

\* \* \* \* \*

Sotto il diverso profilo dei criteri seguiti per l'immobilizzazione delle attività detenute, risulta che possono rientrare tra le immobilizzazioni quegli attivi che il Consiglio di amministrazione ritenga tempo per tempo di allocare nel comparto *Core*.

Quanto poi ai criteri quali-quantitativi impiegati per la verifica della presenza di una durevole perdita di valore (prevista dal Codice Civile quale presupposto per la rettifica dei valori contabili delle immobilizzazioni), si rileva che – in base al criterio fissato dal Comitato dei Delegati in data 23 luglio 2004 – detta perdita è ritenuta sussistente in presenza di una svalutazione uguale o superiore al 40% del prezzo di carico, la quale permanga stabilmente per 4 esercizi.

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

Sulla base delle previsioni contenute nel Documento, le competenze attribuite ai diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento delle risorse dell'Ente risultano essere le seguenti.

Il Comitato dei Delegati è competente ad approvare, contestualmente al bilancio preventivo, i criteri di individuazione e ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti sulla base della proposta formulata dal Consiglio di amministrazione.

Il Consiglio di amministrazione presenta le seguenti competenze:

- elabora, sulla base dell'ALM predisposta dall'*advisor* ex post e con il supporto dell'Ufficio

Patrimonio (interno al Servizio Contabilità e Finanza), la proposta inerente ai criteri di individuazione e ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti, contenuta nel documento sulla politica di investimento recante la ripartizione strategica del patrimonio tra le diverse classi di investimento (il Documento disciplina il processo di definizione e approvazione di detta proposta che vede anche il coinvolgimento della Commissione Bilancio e Patrimonio, chiamata a rilasciare un parere non vincolante);

- delibera le operazioni di investimento/disinvestimento su proposta del responsabile dell'Ufficio Investimenti, all'esito della positiva analisi effettuata dal Comitato Investimenti;
- approva, di norma annualmente, su proposta del Comitato Investimenti:
  - l'elenco delle controparti che possono partecipare alle gare aventi ad oggetto operazioni di *time deposit* e pronti contro termine, nonché di quelle accreditate per la compravendita di titoli su mercato e fuori mercato;
  - le linee guida inerenti alle relative condizioni economiche applicate (comprese le commissioni di intermediazione);
- vigila, tramite l'Ufficio Patrimonio, sul rispetto da parte degli intermediari del mandato di gestione conferito e controlla, con il supporto dell'*advisor ex post*, i risultati conseguiti nella gestione (sia diretta che indiretta) in relazione all'*asset allocation* adottata;
- relaziona semestralmente alla Commissione Bilancio e Patrimonio e, in occasione della discussione sul bilancio consuntivo, al Comitato dei Delegati in merito all'attività di gestione del patrimonio, indicando il livello di investimento nelle singole classi di attività rispetto a quello previsto nei criteri di investimento deliberati, motivando gli eventuali scostamenti e fornendo il dettaglio delle operazioni realizzate.

Il Comitato Investimenti (composto dal Presidente, da 3 consiglieri, dal Direttore generale e – senza diritto di voto – dai responsabili dell'Ufficio Investimenti e del Servizio Contabilità e Finanza; ad esso possono inoltre essere chiamati a partecipare – sempre senza diritto di voto – i componenti del Collegio sindacale, il coordinatore della Commissione Bilancio e Patrimonio, esperti esterni indipendenti, gli *advisor* dell'Ente, i gestori delegati e il rappresentante dell'eventuale depositario) presenta le seguenti competenze, per il cui svolgimento può farsi supportare dall'*advisor ex ante*:

- analisi della politica di investimento e verifica della sua coerenza con gli obiettivi, tenuto conto del quadro macroeconomico nazionale e internazionale;
- analisi e valutazione delle proposte sottoposte dal responsabile dell'Ufficio Investimenti, ai fini dell'eventuale rilascio del parere favorevole necessario per il loro inoltro al Consiglio di amministrazione;
- valutazione della relazione trimestrale predisposta dall'*advisor ex post* in merito all'andamento e alla rischiosità del portafoglio;
- indicazione della politica di partecipazione ai comitati consultivi/*advisory board* e alle Assemblee dei soci e valutazione delle relazioni annuali redatte dai rappresentanti dell'Ente in seno a detti Comitati;
- indicazione dei profili delle candidature, da sottoporre al Consiglio di amministrazione, dei rappresentanti dell'Ente nei comitati consultivi/*advisory board*;
- redazione delle proposte da sottoporre al Consiglio di amministrazione per il miglior funzionamento della struttura finanziaria;
- individuazione delle controparti accreditate da sottoporre all'approvazione del Consiglio di amministrazione, con l'indicazione dei relativi criteri di selezione;
- valutazione di eventuali relazioni predisposte dal responsabile del Servizio Contabilità e

Finanza con riferimento allo stato di esecuzione delle delibere in materia di investimenti.

L'Area Patrimonio è costituita dall'Ufficio Investimenti e dall'Ufficio Patrimonio, interno al Servizio Contabilità e Finanza; essa opera sotto il coordinamento del Direttore generale che ne ha la responsabilità nei confronti del Consiglio di amministrazione.

L'Ufficio Investimenti (che al 1° dicembre 2016 disponeva di 5 risorse) contribuisce all'impostazione della politica di investimento attraverso lo studio degli strumenti di investimento coerenti con le deliberazioni dell'Ente (si tratta quindi del contributo all'implementazione dell'AAS adottata), e ha competenza specifica su tutti gli strumenti finanziari, ad eccezione degli strumenti di impiego temporaneo della liquidità di competenza del Servizio Contabilità e Finanza. Tale Ufficio, come risultante dall'allegato A del Documento, ha al suo interno:

- il responsabile che si occupa di:
  - svolgere l'attività di monitoraggio e controllo del rischio ex ante del portafoglio e degli investimenti proposti, avvalendosi a tal fine anche della collaborazione dell'*advisor* ex ante (il quale potrà supportare la definizione di linee guida per l'utilizzo sistematico dell'analisi del rischio nella valutazione delle opportunità di investimento e delle operazioni di disinvestimento);
  - predisporre studi sullo scenario macroeconomico atteso e analisi dei prodotti presenti sul mercato;
  - formulare proposte di investimento coerenti con lo scenario macroeconomico, in linea e nei limiti dell'*asset allocation* adottata, e predisporre le relative delibere da sottoporre all'esame del Comitato Investimenti;
  - svolgere l'attività di selezione dei gestori presenti sul mercato con riferimento ai prodotti da valutare;
  - presentare al Comitato Investimenti e quindi al Consiglio di amministrazione analisi approfondite e documentate sui prodotti e sui gestori proposti, corredate dalle valutazioni quantitative e qualitative di merito e di opportunità (per gli investimenti, le proposte devono essere corredate anche dall'analisi di rischio sulla base dei parametri e dei limiti definiti dagli Organi collegiali);
  - predisporre la relazione sul piano degli investimenti per il semestre, recante previsioni sullo scenario futuro, esame del portafoglio ed esposizione dei relativi grafici, esposizione delle proposte tattiche per gli investimenti del semestre;
  - predisporre la relazione trimestrale sui fondi, recante valutazione delle *performance* assolute e relative, corredata da tabelle e grafici (eventualmente da elaborare in collaborazione con l'*advisor*);
  - effettuare incontri periodici con gli operatori finanziari presenti sul mercato e relazionare al Comitato Investimenti;
  - valutare e strutturare le proposte di operazioni di copertura cambio da presentare per l'approvazione al Comitato Investimenti;
- i seguenti tre settori:
  - "Gestione diretta" (dotato, al 1° dicembre 2016, di una risorsa) che si occupa di:
    - monitorare e aggiornare il portafoglio obbligazionario/azionario a valori di mercato;
    - proporre le controparti da accreditare, illustrandone le politiche di esecuzione degli ordini e le condizioni economiche applicate;
    - selezionare i titoli su cui investire e analizzarne la convenienza in rapporto agli obiettivi di rischio-rendimento;

- dare esecuzione alle delibere di investimento/disinvestimento, contrattando il miglior prezzo direttamente con le controparti accreditate;
- inviare le relative informazioni e gli eseguiti al *Back Office*;
- aggiornare gli schemi dei portafogli divisi per *asset class* e per sottoclassi e i grafici delle singole *asset class* e del complessivo portafoglio gestito direttamente;
- “Gestione fondi” (dotato, al 1° dicembre 2016, di una risorsa) che si occupa di:
  - selezionare, sulla base di una *short list* (di almeno 5 posizioni), i fondi migliori per ciascuna *asset class* contemplata dal piano degli investimenti;
  - esaminare approfonditamente, per ogni fondo della *short list*, lo stile di gestione e le strategie;
  - dare esecuzione alle delibere di investimento/disinvestimento, contrattando il miglior prezzo direttamente con le controparti accreditate;
  - inviare le relative informazioni e gli eseguiti al *Back Office*;
  - aggiornare gli schemi dei portafogli divisi per *asset class* e per sottoclassi e i grafici delle singole *asset class* e del complessivo portafoglio gestito tramite fondi;
  - monitorare l’attività dei gestori dei fondi presenti in portafoglio mediante i *data base* disponibili e mediante incontri periodici con gli stessi;
- “Investimenti alternativi” (dotato, al 1° dicembre 2016, di 2 risorse) che si occupa di:
  - effettuare l’analisi qualitativa e tecnica sui fondi di *private equity*, *private debt*, infrastrutturali e immobiliari chiusi, ivi compresa la verifica amministrativa e fiscale;
  - selezionare, sulla base di una *short list*, i fondi migliori per ciascuna *asset class* contemplata dal piano degli investimenti;
  - esaminare approfonditamente, per ogni fondo della *short list*, lo stile di gestione e le strategie;
  - dare esecuzione alle delibere di investimento/disinvestimento, contrattando il miglior prezzo direttamente con le controparti accreditate;
  - inviare le relative informazioni e gli eseguiti al *Back Office*;
  - effettuare incontri periodici con i gestori;
  - studiare i progetti d’investimento dei fondi e le relazioni semestrali da essi prodotte (recanti l’indicazione del NAV).

L’Ufficio Patrimonio (che al 1° dicembre 2016 disponeva di 11 risorse) – come detto, interno al Servizio Contabilità e Finanza (6) – è articolato in “*Middle e Back Office*”, “Ufficio Programmazione e Controllo di gestione (PRC) – sezione *Risk Management*” e “Tesoreria”, come risultante dall’allegato B del Documento (7), e presenta le seguenti competenze (con l’esclusione di quelle più prettamente attinenti al sistema di controllo della gestione finanziaria, riportate alla successiva lettera F):

- *Middle e Back Office*:

- cura i rapporti con il depositario o banca di riferimento e impartisce tutte le istruzioni, diverse da quelle di competenza dell’Ufficio Investimenti, necessarie nell’ambito degli investimenti effettuati direttamente, anche in ottemperanza di specifiche deleghe;

---

(6) Per completezza si fa presente che all’interno di detto Servizio è presente anche l’Ufficio Contabilità Bilancio Fisco e Gestione OO.CC., il quale al 1° dicembre 2016 disponeva di 14 risorse (a cui si aggiungeva, oltre a una figura segretariale a disposizione del Servizio, il responsabile di quest’ultimo).

(7) Tale allegato specifica peraltro che, per i settori “Tesoreria” e “Ufficio Programmazione e Controllo di gestione (PRC)”, le competenze ivi riportate sono solamente quelle attinenti alla materia degli investimenti, pertanto non esaustive di quelle di cui essi risultano essere complessivamente assegnatari.

- gestisce i regolamenti dei fondi e segnala al responsabile del Servizio Contabilità e Finanza eventuali variazioni significative;
- cura la gestione amministrativa e fiscale di tutti gli strumenti finanziari;
- fornisce mensilmente all'*advisor* ex post i dati del patrimonio finanziario;
- Ufficio Programmazione e Controllo di gestione (PRC) – sezione *Risk Management*:
  - fornisce eventuali dati funzionali alla stesura dell'ALM;
  - collabora con il responsabile del Servizio Contabilità e Finanza per la predisposizione di informazioni per il Consiglio di amministrazione e per il Comitato Investimenti inerenti al patrimonio immobiliare e mobiliare, nonché collabora per predisporre le proposte in ordine alla formazione dell'AAS;
  - individua l'eventuale disponibilità delle diverse classi di investimento, con le percentuali residue di operatività, fornendo al Consiglio di amministrazione – con cadenza trimestrale – un rapporto completo di quanto deliberato, eseguito o in corso di esecuzione o non eseguito, collaborando con il “*Middle e Back Office*” se necessario;
  - segnala al responsabile del Servizio Contabilità e Finanza criticità circa le proposte formulate dall'Ufficio Investimenti nei casi in cui emergano problematiche derivanti dalle attività di controllo ex post operate, ovvero con riferimento al rispetto dei limiti di investimento fissati nell'*asset allocation*, collaborando con il “*Middle e Back Office*” se necessario;
  - può interfacciarsi con le controparti finanziarie anche mediante incontri periodici per acquisire le informazioni e documentazioni ritenute necessarie per lo svolgimento delle attività di controllo unitamente al “*Middle e Back Office*”;
  - coordina i rapporti tra gli *advisor* anche attraverso incontri periodici e/o conferenze di servizio con l'Ufficio Investimenti;
- Tesoreria:
  - cura la predisposizione del *cash flow* giornaliero e assicura, sulla base delle indicazioni ricevute dal Comitato Investimenti, la corretta esecuzione delle operazioni di investimento temporaneo della liquidità.

L'*advisor* ex ante, tenuto anche conto di quanto riportato nell'allegato C del Documento (recante il “Diagramma procedura investimenti”), è competente a:

- fornire supporto nella selezione dei gestori e nella valutazione del rischio ex ante degli investimenti;
- ove richiesto, svolgere una valutazione indipendente dell'andamento dei mercati finanziari da presentare periodicamente al Comitato Investimenti.

L'*advisor* ex post presenta le seguenti competenze (con l'esclusione di quelle più prettamente attinenti al sistema di controllo della gestione finanziaria, riportate alla successiva lettera F):

- predispone l'analisi ALM;
- coadiuva l'Ufficio Patrimonio e il Consiglio di amministrazione nella predisposizione del documento relativo alla politica d'investimento.

---

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

---

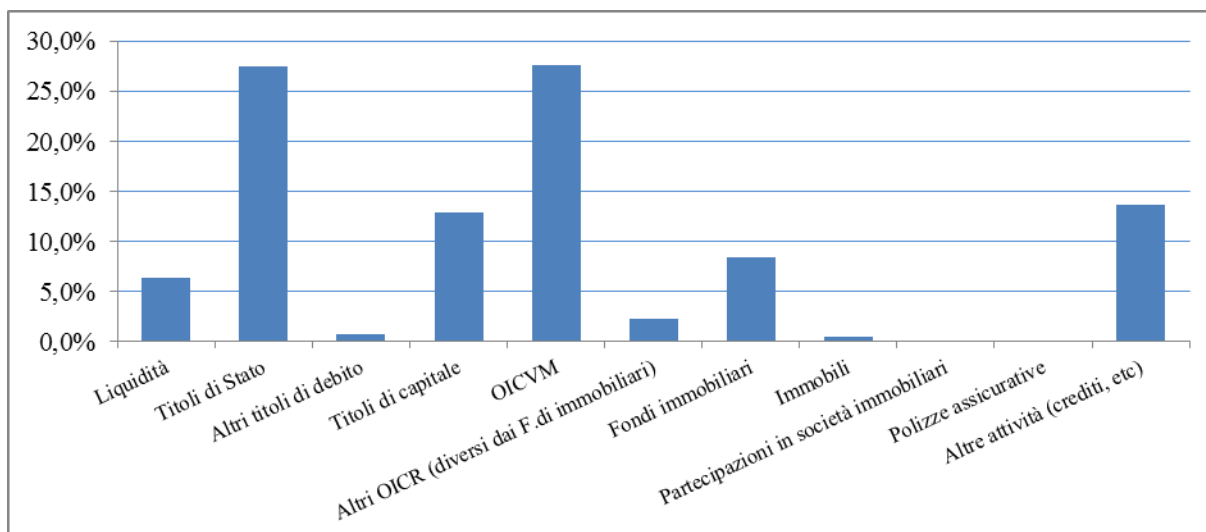
## VALORI CONTABILI

Al 31 dicembre 2016 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 10.728 mln di euro, in aumento di 943,1 mln di euro rispetto alla fine del 2015 (pari al 9,6%).

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 (339,9 mln di euro) – ammonta a 10.388 mln di euro (pari al 96,8% delle attività totali), in aumento di 906,3 mln di euro rispetto alla fine del 2015 (pari al 9,6%).

La tavola e il grafico seguenti rappresentano la composizione analitica delle suddette attività:

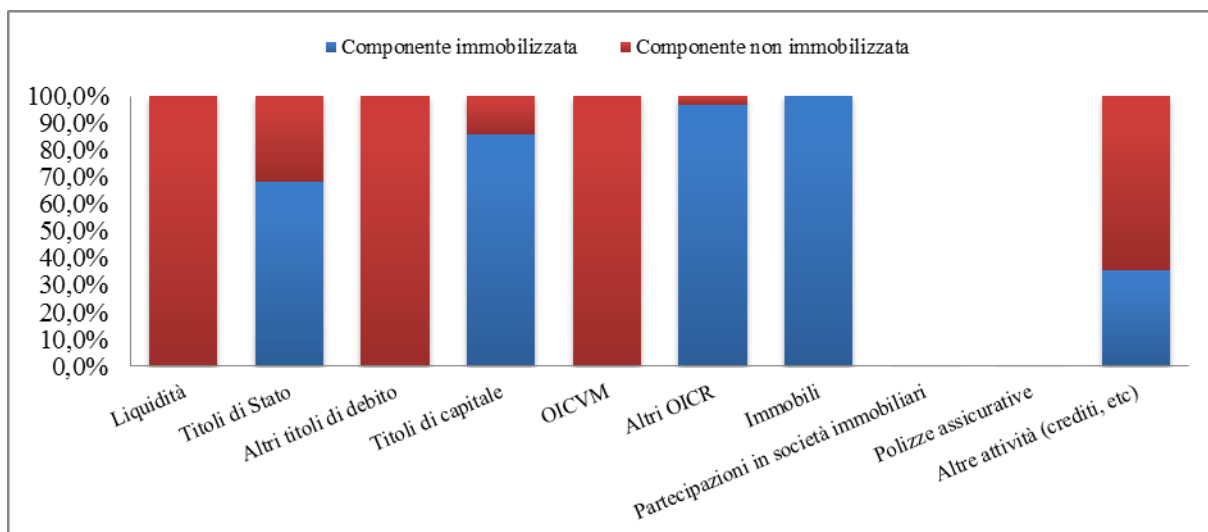
<b>Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali.</b>				
<i>(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)</i>				
	<b>2015</b>		<b>2016</b>	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	766.035	7,8	690.042	6,4
Titoli di Stato	2.839.464	29,0	2.951.986	27,5
Altri titoli di debito	75.510	0,8	75.510	0,7
- quotati	510	-	510	-
- non quotati	75.000	0,8	75.000	0,7
Titoli di capitale	1.381.473	14,1	1.380.831	12,9
- quotati	1.016.473	10,4	1.015.831	9,5
- non quotati	365.000	3,7	365.000	3,4
OICR	3.387.232	34,6	4.106.658	38,3
- OICVM	2.495.461	25,5	2.958.193	27,6
- Altri OICR	891.771	9,1	1.148.465	10,7
di cui: Fondi immobiliari	685.924	7,0	900.737	8,4
Immobili	50.742	0,5	51.143	0,5
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	-	-	-	-
Altre attività (crediti, etc)	1.284.425	13,1	1.471.800	13,7
<b>Totale</b>	<b>9.784.881</b>	<b>100,0</b>	<b>10.727.970</b>	<b>100,0</b>
<b>Passività e patrimonio</b>				
Passività	303.192		339.941	
Patrimonio	9.481.689		10.388.029	
<b>Totale</b>	<b>9.784.881</b>		<b>10.727.970</b>	



Delle suddette attività totali, 4.879,1 mln di euro (pari al 45,5%) costituiscono immobilizzazioni. L'attivo circolante ammonta a 5.848,9 mln di euro (pari al 54,5%); le attività mobiliari in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 23,9 mln di euro (13,7 mln di euro nel 2015).

Tra le passività dello stato patrimoniale risulta inoltre presente un apposito fondo rettificativo (“Fondo oscillazione titoli”) di importo pari a 56,3 mln di euro per le attività mobiliari presenti nell’attivo circolante (46,5 mln di euro nel 2015). Tale fondo viene azzerato all’apertura dell’esercizio successivo con il conseguente aggiornamento del valore contabile delle attività in questione; ciò comporta che la consistenza di detto fondo corrisponde all’ammontare degli accantonamenti effettuati nell’anno di riferimento.

Si riporta di seguito il grafico rappresentativo, per ciascuna classe di attività detenuta, della componente immobilizzata e di quella non immobilizzata:



## VALORI DI MERCATO

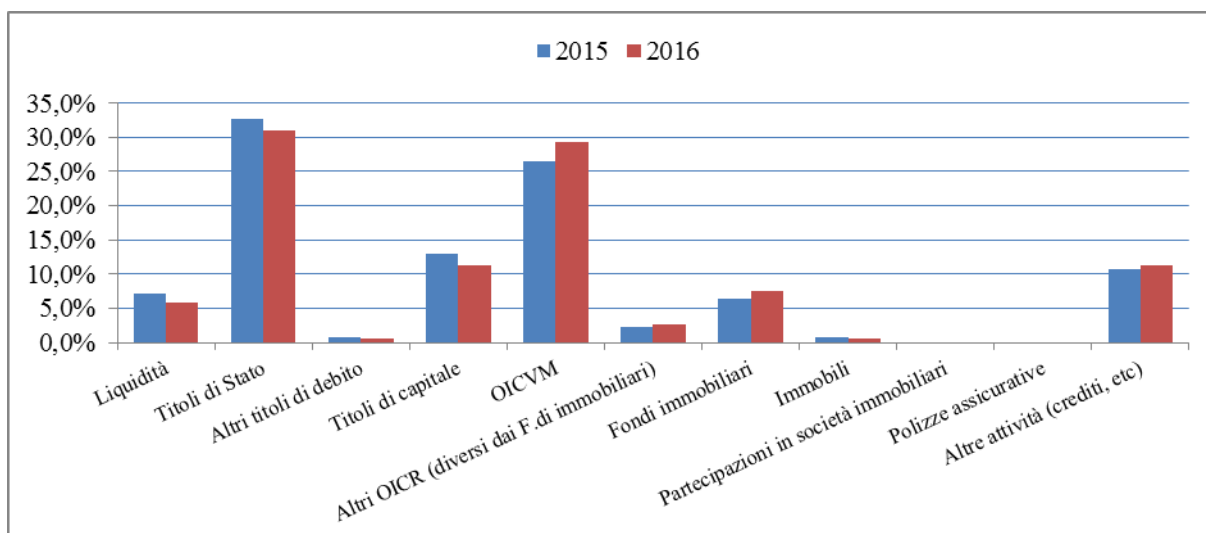
Al riguardo va preliminarmente rilevato che per i titoli di debito e di capitale non quotati il valore di mercato è stato indicato coincidente con il relativo valore contabile; situazione del tutto analoga si riscontra anche per gli OICR diversi dagli OICVM per i quali l’Ente non aveva a disposizione la valorizzazione della quota (contenuta nel rendiconto del gestore o, nel caso dei *certificate*, fornita dal relativo depositario).

Ciò posto, al 31 dicembre 2016 le attività totali detenute dall’Ente ammontano a 11.639,5 mln di euro, in aumento di 908,4 mln di euro rispetto alla fine del 2015 (pari all’8,5%). Il valore di mercato delle attività totali è quindi superiore a quello contabile di 911,6 mln di euro; tale differenza è principalmente riconducibile ai titoli di Stato e agli OICVM.

La tavola e il grafico seguenti rappresentano la composizione analitica delle suddette attività:

**Composizione delle attività a valori di mercato.***(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)*

	2015		2016	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	766.035	7,1	690.042	5,9
Titoli di Stato	3.507.579	32,7	3.601.470	31,0
Altri titoli di debito	75.529	0,7	75.517	0,6
- quotati	529	0,0	517	0,0
- non quotati	75.000	0,7	75.000	0,6
Titoli di capitale	1.392.408	13,0	1.315.771	11,3
- quotati	1.027.408	9,6	950.771	8,2
- non quotati	365.000	3,4	365.000	3,1
OICR	3.775.428	35,1	4.573.740	39,3
- OICVM	2.848.699	26,5	3.399.450	29,2
- Altri OICR	926.729	8,6	1.174.290	10,1
di cui: Fondi immobiliari	684.360	6,4	874.597	7,5
Immobili	65.478	0,7	64.851	0,6
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	-	-	-	-
Altre attività (crediti, etc)	1.148.702	10,7	1.318.129	11,3
<b>Totale</b>	<b>10.731.159</b>	<b>100,0</b>	<b>11.639.520</b>	<b>100,0</b>



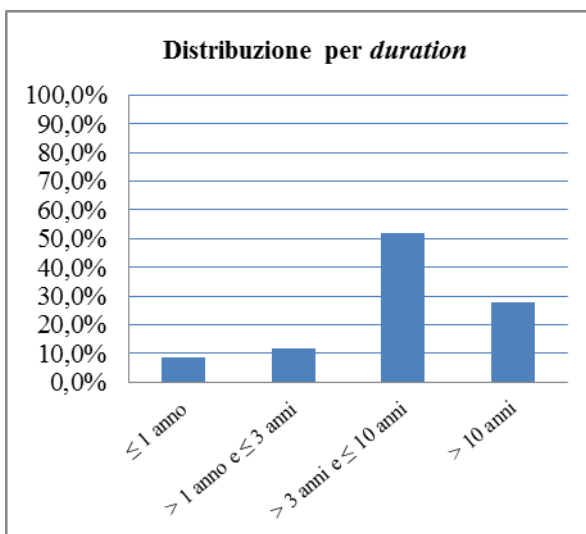
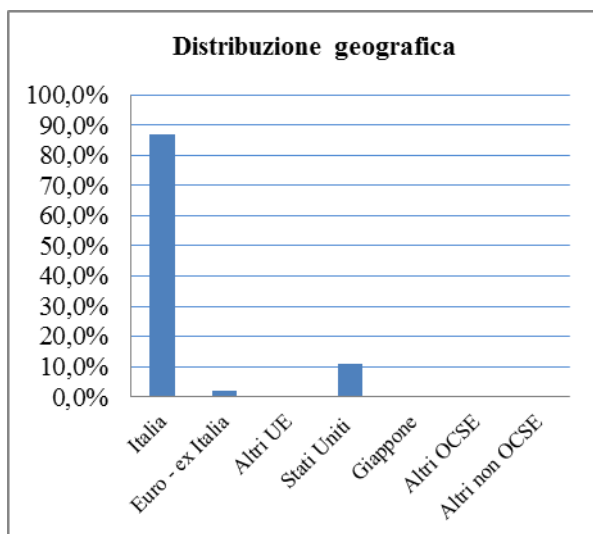
La tavola seguente rappresenta la variazione, tra 2015 e 2016, del peso delle singole *asset class* detenute sulle attività totali:

<b>Variazione 2015-2016 del peso delle asset class.</b>		
<i>(dati di fine anno in punti percentuali)</i>		
<b>Attività</b>	<b>p-p</b>	
Liquidità	-1,2	↓
Titoli di Stato	-1,7	↓
Altri titoli di debito	-0,1	↓
- quotati	0,0	↔
- non quotati	-0,1	↓
Titoli di capitale	-1,7	↓
- quotati	-1,4	↓
- non quotati	-0,3	↓
OICR	4,2	↑
- OICVM	2,7	↑
- Altri OICR	1,5	↑
di cui: Fondi immobiliari	1,1	↑
Immobili	-0,1	↓
Altre attività (crediti, etc)	0,6	↑

### Caratteristiche titoli di debito

I titoli di debito ammontano a 3.677 mln di euro, pari al 31,6% delle attività totali, e sono costituiti per il 97,9% da titoli di Stato e per il 2,1% da titoli *corporate*.

I titoli di Stato ammontano a 3.601,5 mln di euro, pari al 31% delle attività totali, e presentano le seguenti caratteristiche:



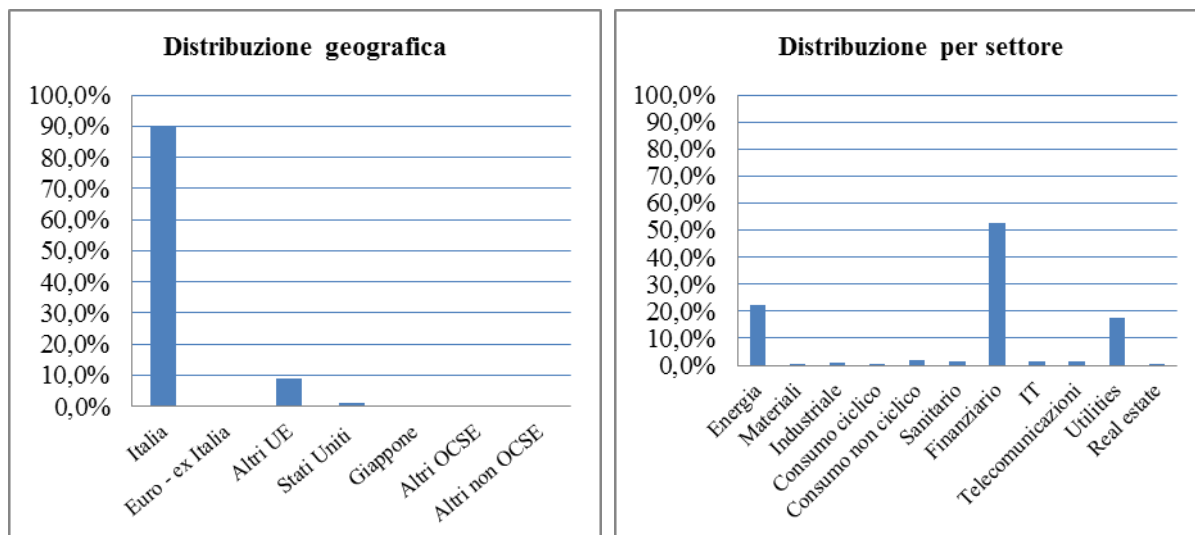
I titoli di Stato italiani ammontano a 3.124,6 mln di euro, di cui 3.117,9 mln di euro detenuti direttamente dall'Ente (il restante fa capo all'unico mandato di gestione in essere), e per 1.391,2 mln di euro (44,5%) presentano una vita residua compresa tra 3 e 10 anni.

Gli altri titoli di debito – pressoché integralmente non quotati – ammontano a 75,5 mln di euro, pari allo 0,6% delle attività totali, e sono costituiti da emissioni domestiche (Enel per un valore di 50,5 mln di euro e Mediobanca per un valore di 25 mln di euro) aventi, quasi interamente, una *duration* compresa tra 3 e 10 anni.

### Caratteristiche titoli di capitale

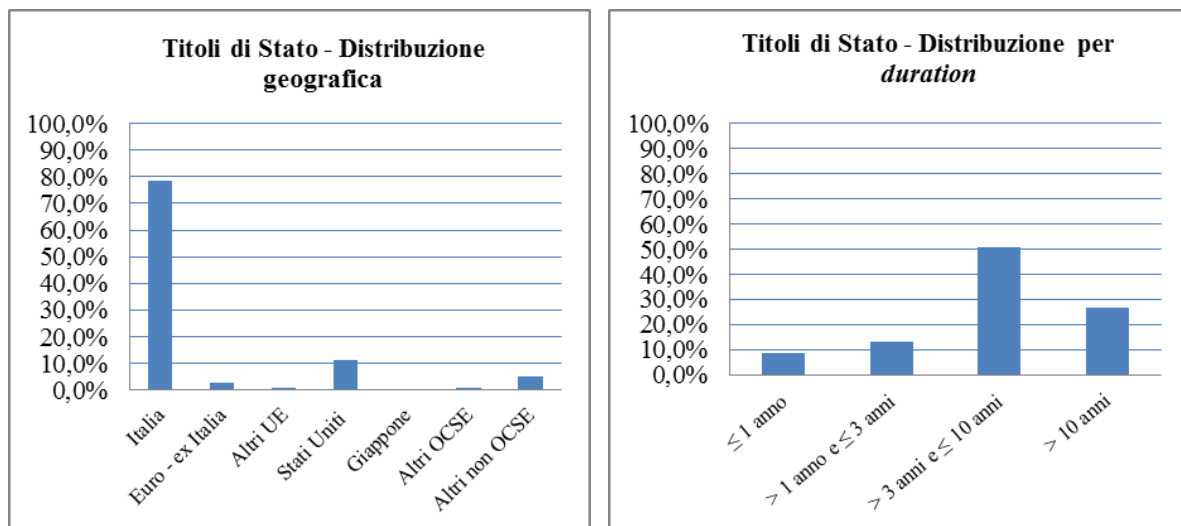
I titoli di capitale ammontano a 1.315,8 mln di euro, pari all'11,3% delle attività totali, e sono

quotati, fatta eccezione per le partecipazioni detenute nella società CDP Reti S.p.A. (per un valore di 140 mln di euro) e nella Banca d'Italia (per un valore di 225 mln di euro). Tali titoli, che per 1.180,3 mln di euro si riferiscono ad aziende domestiche (principalmente del settore finanziario), presentano le seguenti caratteristiche:

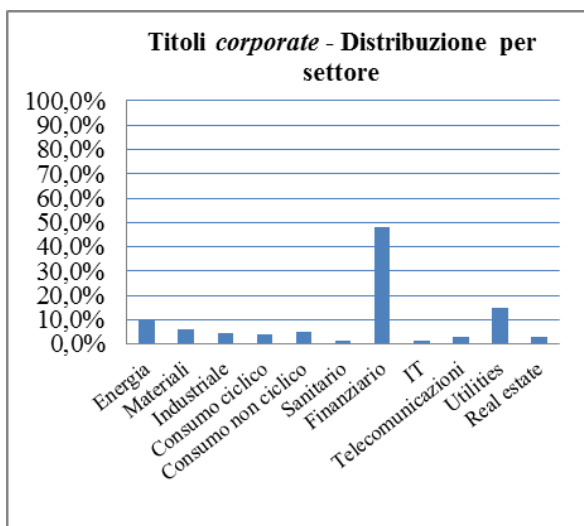
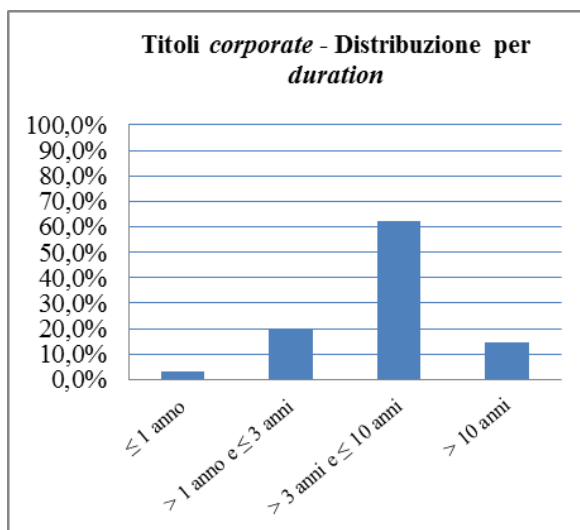
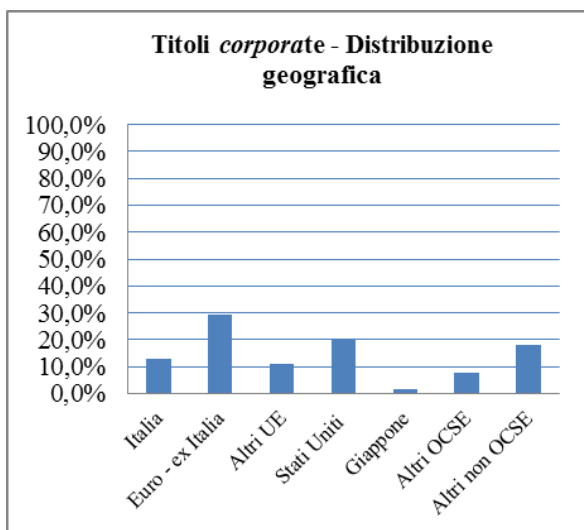


Caratteristiche titoli di debito e di capitale con look through degli OICVM

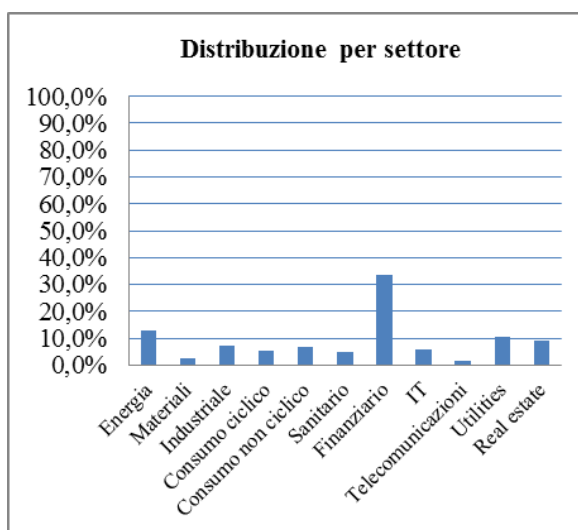
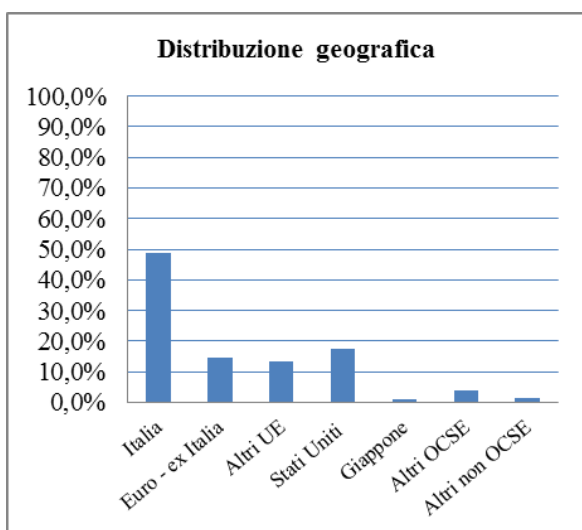
Tenendo conto anche dei titoli di debito (1.076 mln di euro) presenti negli OICVM per i quali l'Ente è stato in grado di fornire la relativa composizione (8), l'esposizione obbligazionaria complessiva arriva a 4.753 mln di euro, pari al 40,8% delle attività totali, e risulta costituita per l'84,1% da titoli di Stato e per il 15,9% da titoli *corporate*. Tale componente, che per 3.231,9 mln di euro è costituita da emissioni domestiche (di cui 3.134,1 mln di euro riferibili alla Repubblica italiana), presenta le seguenti caratteristiche:



(8) L'Ente non è stato in grado di fornire la composizione degli OICVM di tipo *absolute return* (pari a 425,8 mln di euro) e di quelli connessi a *catastrophe bond* (pari a 17,7 mln di euro), che nel complesso (443,5 mln di euro) costituiscono quindi il 13% del totale di tali strumenti finanziari.

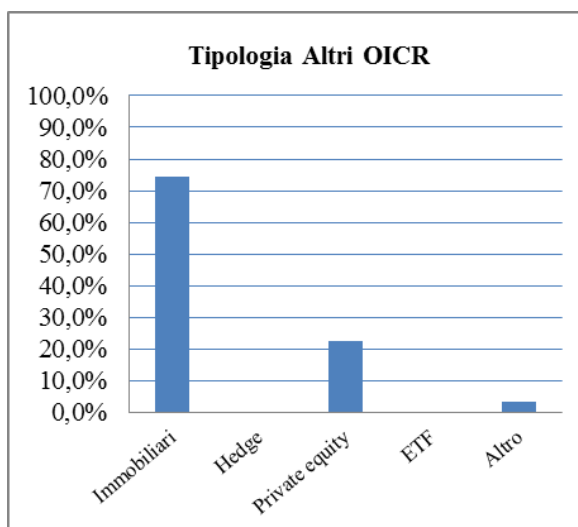
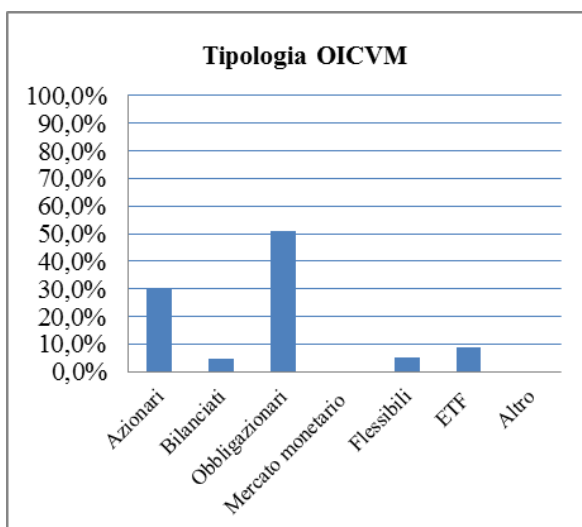


Tenendo conto anche dei titoli di capitale (1.334,2 mln di euro) presenti negli OICVM per i quali l'Ente è stato in grado di fornire la relativa composizione, l'esposizione azionaria complessiva arriva a 2.650 mln di euro, pari al 22,8% delle attività totali. Tale componente, che per 1.294,8 mln di euro si riferisce ad aziende domestiche, presenta le seguenti caratteristiche:



### Caratteristiche OICR

Gli OICR ammontano a 4.573,7 mln di euro, pari al 39,3% delle attività totali, e sono rappresentati da OICVM per 3.399,4 mln di euro (74,3%) e da altri strumenti finanziari per 1.174,3 mln di euro (25,7%); per quest'ultimi sussistono inoltre 316,9 mln di euro di residui impegni di sottoscrizione (inerenti peraltro, per 75 mln di euro, a tre investimenti di tal genere valorizzati a zero in quanto non interessati, nell'anno in esame, da richiami di capitale). Gli OICR presentano le seguenti caratteristiche:



La voce "Altro" è costituita da due fondi connessi a *catastrophe bond* e da un *certificate* avente come sottostante investimenti infrastrutturali.

I fondi immobiliari, il cui ammontare si attesta a 874,6 mln di euro (pari al 7,5% delle attività totali) e a cui si riferiscono 91,6 mln di euro dei suddetti residui impegni di sottoscrizione (comprensivi degli impegni inerenti a due fondi immobiliari valorizzati a zero in quanto non interessati, nell'anno in esame, da richiami di capitale), fanno riferimento a 16 prodotti, in prevalenza di tipo chiuso e di diritto italiano. Di questi, uno (Cicerone) – rappresentativo dell'82,6% di tale forma di investimento – è detenuto esclusivamente dall'Ente e costituisce peraltro la prima posizione con il maggior peso all'interno del portafoglio mobiliare (con un'incidenza sulle attività totali pari al 6,2%). Per i restanti la quota detenuta varia da un minimo

del 4,2% a un massimo del 22,2% (con la precisazione che per un fondo tale informazione non è disponibile).

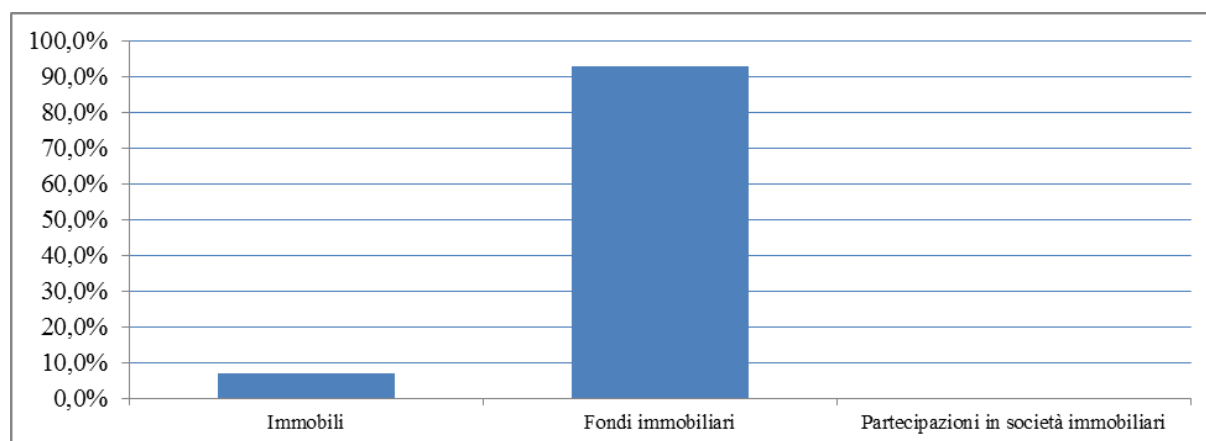
Le attività rappresentative del complessivo investimento in OICR diversi dagli OICVM fanno principalmente capo a Fabrica Immobiliare SGR (732,1 mln di euro, pari al 62,3%), in qualità di gestore del fondo Cicerone (e, solo residualmente, di un ulteriore fondo immobiliare).

### Caratteristiche immobili

Gli immobili ammontano a 64,9 mln di euro, pari allo 0,6% delle attività totali; questo valore è stato definito dall'Ente rettificando la valorizzazione a mercato effettuata da Nomisma nel giugno 2006 sulla base della variazione dell'indice ISI (pubblicato da Scenari Immobiliari) – distinto per tipologia di immobile – registrata tra detta data e la fine dell'anno in esame. Tali cespiti presentano pressoché integralmente una destinazione d'uso strumentale (solo il 4,3% è infatti di tipo residenziale e commerciale) e un'ubicazione nel Centro Italia (per l'89,6% a Roma).

Gli investimenti di natura immobiliare, considerando sia quelli diretti – oramai marginali a seguito delle operazioni di apporto realizzate – sia quelli indiretti effettuati tramite fondi immobiliari, si attestano quindi a 939,4 mln di euro, pari all'8,1% degli attivi complessivi (in crescita di 1,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente).

Il grafico seguente rappresenta l'incidenza – nel caso di specie – delle suddette diverse forme di investimento immobiliare:



Si rappresenta infine che tra le “Altre attività” sono presenti anche crediti nei confronti del personale pari a 5,4 mln di euro riferiti – come risultante dal bilancio consuntivo 2016 – a prestiti erogati a loro favore.

\* \* \* \* \*

Dopo aver esaminato la composizione del patrimonio mobiliare e immobiliare dell'Ente, si riportano di seguito alcune informazioni in merito alle posizioni in essere, alla fine dell'anno in esame, sugli strumenti finanziari derivati. In particolare risultano presenti strumenti finanziari derivati attivi per 59 mila euro, a fronte di strumenti finanziari derivati passivi per 384 mila euro (9). Si tratta di strumenti finanziari derivati non quotati (*forward*) – in essere al 31

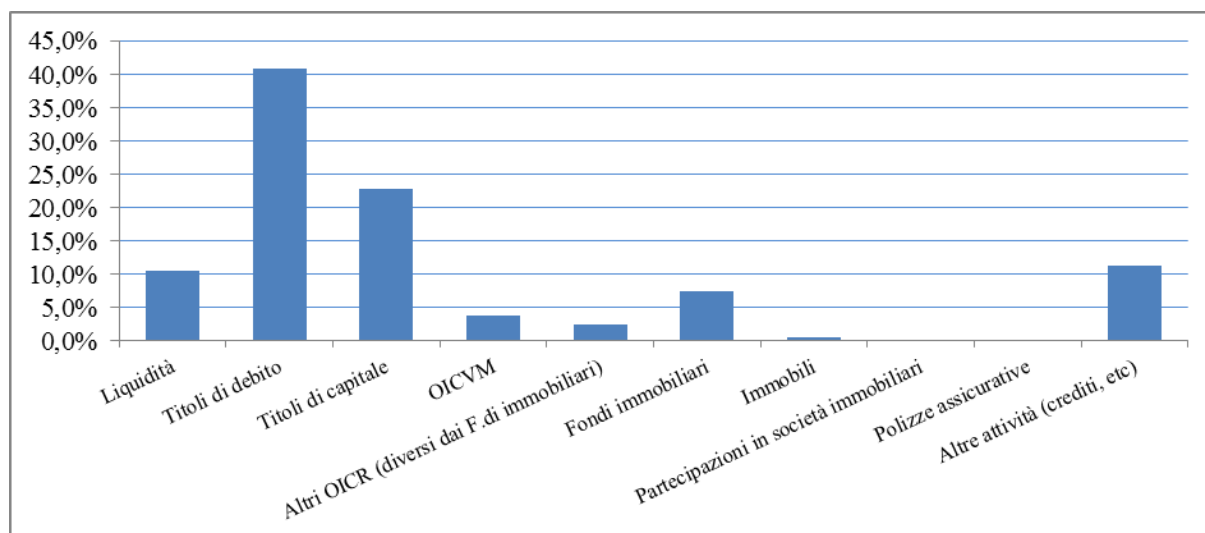
---

(9) Si fa presente che tali valori non sono evidenziati tra le attività e le passività dello stato patrimoniale in quanto l'Ente ha deciso di non adeguarsi alle modifiche apportate dal d.lgs. 139/2015 alla disciplina codicistica in materia di bilancio “non avendo ricevuto indicazioni specifiche sull'applicabilità totale o parziale del d.lgs. 139/2015 da parte delle Autorità competenti” (cfr. bilancio consuntivo 2016).

dicembre 2016 nell'ambito dell'unico mandato di gestione presente, con esclusiva finalità di copertura del rischio di cambio connesso ad attivi denominati in divisa diversa dall'euro (10) – che nel complesso presentano quindi un valore di mercato (rappresentativo dei profitti/perdite ad essi connessi) negativo per 325 mila euro.

\* \* \* \* \*

Da ultimo, si ritiene utile fornire di seguito la rappresentazione della composizione delle attività dell'Ente tenendo conto delle diverse *asset class* in cui risultano investiti gli OICVM (cd. *look through*) (11):



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.***

Il rendimento netto a valori contabili della gestione finanziaria (inerente al complesso delle attività mobiliari e immobiliari, queste ultime del tutto residuali per la componente destinata a locazione) è pari all'1,8% [2,81% nel 2015 (12)].

(10) A fine 2016 l'Ente detiene attivi denominati in valuta diversa dall'euro per 860,3 mln di euro, pari al 7,4% delle attività totali.

(11) Si fa presente che, risultando il peso dei fondi immobiliari inferiore al 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 *asset class* sottostanti. Si precisa inoltre che nel grafico gli OICVM comprendono anche quelli per i quali l'Ente non è stato in grado di fornirne la composizione (come rappresentato in precedenza, pari a 443,5 mln di euro).

(12) Tale rendimento non tiene conto delle plusvalenze connesse all'operazione di apporto al fondo immobiliare Cicerone realizzata nel 2015. Infatti, trattandosi di plusvalenze di natura non monetaria ma meramente contabile (derivanti da una più elevata valorizzazione dei cespiti conferiti rispetto ai corrispondenti valori di bilancio), l'Ente – in analogia a quanto effettuato nel 2014 per un'altra operazione di tal genere – le ha appostate in un'apposita riserva del proprio Patrimonio netto, neutralizzando in tal modo gli effetti a conto economico.

Il rendimento netto a valori di mercato è pari all'1,95% (5,27% nel 2015) (13).

\* \* \* \* \*

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2016, l'Ente ha fatto presente di non rilevare alcun specifico fattore rilevante da segnalare, evidenziando altresì un impatto dell'andamento dei mercati finanziari sul proprio bilancio civilistico limitato a circa 56 mln di euro di accantonamenti a fondi rettificativi e a circa 24 mln di euro di riprese di valore. Al contempo l'Ente ha messo in evidenza come l'andamento dei mercati finanziari registrato nell'anno di riferimento abbia consentito di registrare significative plusvalenze implicite.

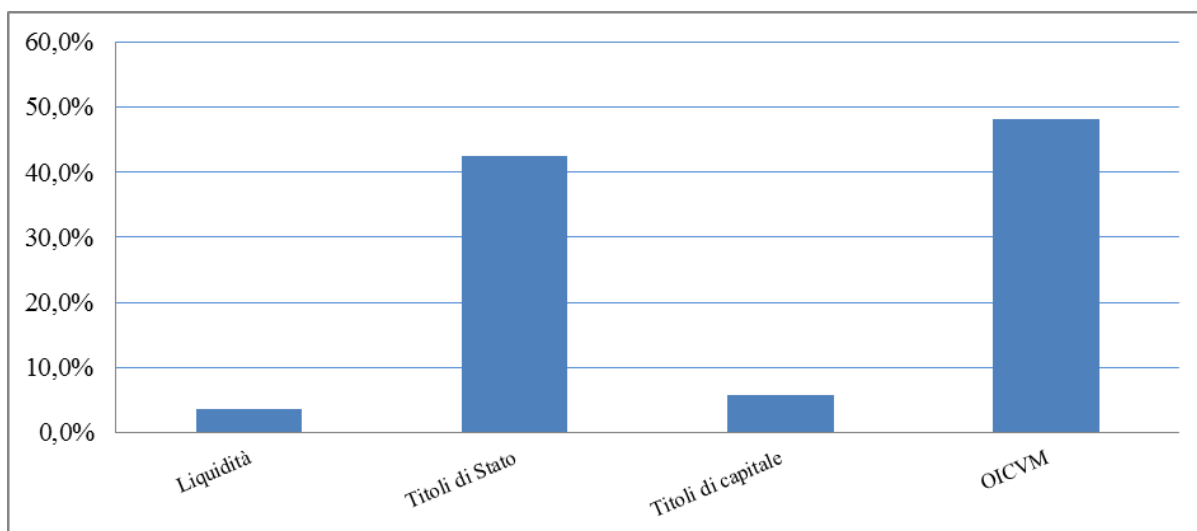
Lettera  
E

---

***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.***

---

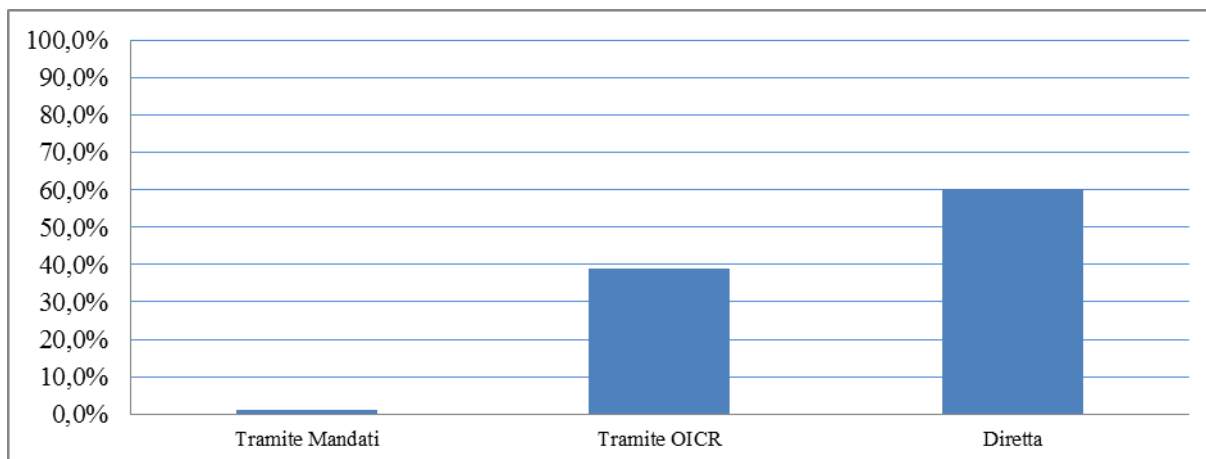
A fine 2016 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 120,3 mln di euro, pari all'1% delle attività totali, in aumento rispetto ai 116 mln di euro del 2015. Il grafico seguente rappresenta la composizione analitica di tali attività:



Si ritiene utile evidenziare che, tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente, l'ammontare delle risorse gestite da intermediari specializzati arriva a 4.636 mln di euro (corrispondente al 39,8% delle attività totali). Il grafico seguente rappresenta la ripartizione delle attività tra le tre modalità di gestione prese in considerazione:

---

(13) Va rilevato incidentalmente che il rendimento inerente al 2015 differisce da quello riportato nel referto su tale anno in quanto, in occasione della segnalazione dei dati sul 2016, è stata modificata – anche per gli anni pregressi – la modalità di calcolo della redditività a valori di mercato ai fini di una sua migliore approssimazione. Si precisa inoltre che tali valori non tengono conto delle plus/minusvalenze maturate sugli OICR di tipo chiuso in quanto l'Ente non le ha prese in considerazione ritenendo la variazione del NAV non esaustiva ai fini della determinazione dell'effettivo rendimento di questi strumenti, in quanto la maggior parte di essi non ha ancora completato la politica di investimenti.



Le suddette attività fanno capo a un solo gestore (a cui sono state corrisposte, nell'anno in esame, commissioni per 624 mila euro) per il quale si forniscono le seguenti informazioni:

Gestore	Tipologia mandato	Commissione gestione annua	Commissione performance	Modalità selezione	Scadenza mandato
Schroders Investment Management Limited	<i>absolute return</i> con <i>benchmark</i> Euribor 3m +2% e vincolo di VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%) ≤ 4%	0,40% (pagata trimestralmente sul valore medio del portafoglio)	20% del differenziale di rendimento (rispetto al <i>benchmark</i> ) calcolato sul valore medio del portafoglio nell'anno	Procedura di <i>beauty contest</i> sulla base dei parametri forniti dall' <i>advisor</i> (Mangusta Risk)	Tempo indeterminato, con possibilità di recesso con preavviso di tre mesi

L'Ente si avvale, in qualità di *advisor* ex post, della società Mangusta Risk, selezionata attraverso la procedura del cottimo fiduciario ex art. 125 del d.lgs. 163/2006; il relativo contratto, inerente al biennio 2015-2016, prevedeva un compenso – riferito all'intero periodo – pari a 119.988 euro (oltre IVA). In proposito risulta che con delibera consiliare del 15 dicembre 2016 l'Ente ha prorogato tale contratto per il 2017 in attesa dello svolgimento della procedura di gara europea finalizzata alla selezione del nuovo soggetto a cui affidare tale incarico per un periodo quadriennale, nell'ottica di instaurare con lo stesso un rapporto più duraturo.

A partire dal 1° settembre 2016 l'Ente si avvale, in qualità di *advisor* ex ante, della società Tower Watson Italia, selezionata attraverso la procedura del cottimo fiduciario ex art. 125 del d.lgs. 163/2006; il relativo contratto, di durata biennale, prevede un compenso – riferito all'intero periodo – pari a 162 mila euro (oltre IVA).

Lettera  
F

---

### Sistemi di controllo adottati.

---

#### Soggetti coinvolti e relativi compiti

Sulla base delle previsioni contenute nel Documento menzionato alla precedente lettera A, il sistema di controllo della gestione finanziaria risulta incentrato sull'Ufficio Patrimonio, interno – come già detto – al Servizio Contabilità e Finanza, e sull'*advisor* ex post.

Più specificamente, l'allegato B del Documento declina nei seguenti termini l'attività di controllo che i tre settori presenti nell'Ufficio Patrimonio sono chiamati a svolgere.

Il *Middle e Back Office* presenta le seguenti competenze:

- assicura, sulla base dei dispositivi di investimento (deliberati dal Consiglio di amministrazione e comunicati dalla Direzione Generale tramite il responsabile del Servizio Contabilità e Finanza), il controllo della corretta esecuzione delle operazioni di investimento/disinvestimento e di gestione del patrimonio mobiliare. In particolare:
  - prima dell'esecuzione dell'operazione di investimento:
    - verifica la corretta corrispondenza del codice identificativo presente nel dispositivo con quanto riportato dagli *info provider*; se lo strumento finanziario oggetto dell'investimento è già presente nel portafoglio, verifica la congruenza con quanto riportato nel deposito titoli;
    - nel caso in cui lo strumento finanziario non sia dotato di codice identificativo, riscontra la descrizione riportata nel dispositivo con la documentazione ufficiale messa a disposizione, secondo la normativa vigente, dall'emittente o dall'OICR di riferimento;
    - controlla la classe di investimento indicata nel dispositivo rispetto alla natura dello strumento finanziario come risultante dagli *info provider* o dalla documentazione ufficiale dell'emittente o dall'OICR di riferimento;
    - verifica la congruità della struttura commissionale relativa all'investimento e tutti i costi connessi all'investimento stesso;
    - controlla la compatibilità della natura dello strumento con quanto previsto dall'*asset allocation* approvata;
    - analizza lo strumento sotto il profilo fiscale;
  - successivamente all'esecuzione dell'investimento, provvede a effettuare dei controlli di corrispondenza – differenziati per *asset class* – tra le informazioni ricevute dalla controparte e quelle presenti nelle comunicazioni ricevute dalla Direzione Generale, per il tramite del responsabile del Servizio Contabilità e Finanza, e dall'Ufficio Investimenti. In particolare:
    - per i titoli obbligazionari – governativi e *corporate* – e azionari:
      - verifica la correttezza della descrizione e del codice identificativo dello strumento, del tipo di operazione (acquisto/vendita) e delle quantità eseguite (valore nominale ovvero numero azioni);
      - controlla che il controvalore non ecceda quanto riportato nel dispositivo;
      - verifica che il prezzo dell'eseguito sia compreso tra il prezzo minimo e massimo espresso dal mercato di riferimento in quel giorno;
      - con riferimento all'orario riportato nell'eseguito, verifica che il prezzo riconosciuto sia allineato con quello di mercato della stessa ora;
      - riscontra la sede di esecuzione dell'ordine e, in caso di negoziazione fuori mercato, controlla se la controparte utilizzata è tra quelle accreditate;
      - verifica che le commissioni di negoziazione e in genere tutti i costi connessi all'operazione siano aderenti a quelli previsti;
      - verifica il buon esito del regolamento dell'operazione di acquisto/vendita con addebito/accredito del conto corrente di riferimento e deposito/scarico dello strumento finanziario;
      - con riferimento alle azioni, verifica la percentuale di possesso per poter identificare un'eventuale partecipazione qualificata (o, in caso di vendita, la perdita di una partecipazione qualificata);
    - per gli OICR obbligazionari e azionari, per gli investimenti immobiliari tramite fondi aperti e altri strumenti (quali *certificate*, ETF, SICAV, SIIQ e REIT), per gli

investimenti di tipo *absolute return* tramite OICR e SICAV e per gli investimenti in *commodities* tramite OICR, ETF ed ETC:

- verifica la correttezza della descrizione e del codice identificativo dello strumento, del tipo di operazione (acquisto/vendita) e delle quantità eseguite (numero quote/controllore);
  - controlla che il controvalore non ecceda quanto riportato nel dispositivo;
  - controlla che il prezzo dell'eseguito sia pari al NAV del giorno di riferimento reperibile dalla nota informativa (o all'eventuale valore di quotazione, verificando in tal caso anche la sede di esecuzione dell'ordine) ed effettua il confronto con quanto riportato dagli *info provider*;
  - verifica che le commissioni di negoziazione applicate dalla controparte siano pari a quelle concordate;
  - controlla che tutti i costi relativi all'investimento siano aderenti a quelli convenuti e conformi a quelli riportati dagli *info provider* o dalla documentazione ufficiale dell'emittente o dall'OICR di riferimento;
  - verifica il buon esito del regolamento dell'operazione di acquisto/vendita con addebito/accredito del conto corrente di riferimento e deposito/scarico dello strumento finanziario.
- per i fondi chiusi immobiliari e di *private equity*:
    - riscontra la correttezza dei seguenti dati: impegno sottoscritto, numero di quote attribuite, classe di quote assegnate, versamenti effettuati, impegno residuo da versare e natura degli accrediti ricevuti (proventi e/o rimborsi di capitale);
  - controlla i mandati di gestione;
  - controlla le operazioni in valuta anche con riferimento alla corretta gestione del rischio di cambio;
  - elabora giornalmente un *report* recante la composizione dell'intero portafoglio valorizzato a prezzi di mercato (scaricati dagli *info provider*).

L'Ufficio Programmazione e Controllo di gestione (PRC) – sezione *Risk Management* presenta le seguenti competenze:

- supporta il responsabile del Servizio Contabilità e Finanza, con l'ausilio dell'*advisor* ex post, nel monitoraggio della *performance* e del rischio del patrimonio mobiliare;
- supporta il responsabile del Servizio Contabilità e Finanza nella stesura di *report* trimestrali al Comitato Investimenti, recanti le criticità rilevate nelle attività di controllo ex post con riferimento al rispetto dei limiti di investimento fissati nell'AAS.

La Tesoreria presenta le seguenti competenze:

- verifica, per le operazioni di *time deposit*, pronti contro termine o equivalenti aggiudicate dal Comitato Investimenti, l'esattezza delle condizioni applicate e degli addebiti/accrediti sul conto corrente;
- sulla base dei criteri utilizzati per la selezione, verifica semestralmente il mantenimento delle condizioni di solidità patrimoniale della banca tesoriera/depositaria (per i criteri di selezione e di solidità patrimoniale è peraltro prevista una verifica almeno annuale della relativa validità).

L'*advisor* ex post presenta le seguenti competenze:

- elabora, in collaborazione con l'Ufficio Patrimonio, il documento con il monitoraggio e la valutazione dei risultati raggiunti, evidenziando la coerenza dell'insieme delle azioni intraprese con gli obiettivi della politica d'investimento dell'Ente;
- collabora con l'Ufficio Patrimonio nell'attività di controllo ex post del rischio degli

investimenti;

- collabora con l'Ufficio Patrimonio per l'analisi dei costi dell'attività d'investimento e per l'analisi delle *performance* ottenute.

### **Strumenti e profili di analisi**

L'Ufficio Patrimonio, oltre a porre in essere il sopra descritto complesso di verifiche inerenti alla corretta esecuzione delle operazioni di investimento/disinvestimento deliberate dal Consiglio di amministrazione (allo stato la gestione diretta, come rappresentato in precedenza, risulta essere infatti la modalità gestionale del tutto preponderante), predispone giornalmente il *report* recante la composizione dell'intero portafoglio in gestione diretta, valorizzato a prezzi di mercato (scaricati da Bloomberg). Tale *report*, nella versione qui trasmessa riferita al 30 dicembre 2016, prende in considerazione i seguenti profili:

- per i singoli titoli presenti nel portafoglio azionario (distinto tra Italia, resto Euro ed extra Euro): quantità, prezzo medio di carico, prezzo del bilancio riferito all'anno precedente, prezzo di mercato, variazione percentuale tra prezzo di mercato e prezzo medio di carico, controvalore di carico, plus/minusvalenze maturate (ossia differenza tra controvalore di mercato e controvalore di carico), controvalore a prezzi e cambi di mercato, variazione assoluta in euro al cambio del giorno (per titoli in euro, tale valore coincide con le plus/minusvalenze maturate), premi, date dei dividendi successivi, dividendo lordo unitario, plus/minusvalenze realizzate e risultato finanziario complessivo;
- per i singoli titoli presenti nel portafoglio obbligazionario (distinto tra governativi e *corporate*): valore nominale, prezzo medio di carico, controvalore di carico, costo medio ponderato del bilancio riferito all'anno precedente, prezzo di mercato, controvalore di mercato, differenza tra prezzo di mercato e prezzo medio di carico, e plusvalenze maturate (ossia differenza tra controvalore di mercato e controvalore di carico);
- per i singoli ETF (distinti tra prodotti su indici e prodotti immobiliari): prezzo *bid*, prezzo *ask*, *bid-ask spread*, prezzo di apertura, prezzo più basso, prezzo più alto, prezzo di chiusura, prezzo medio, volume, NAV, quantità, prezzo di carico, controvalore di carico, controvalore di mercato e plus/minusvalenze maturate (ossia differenza tra controvalore di mercato e controvalore di carico);
- per i singoli OICR (distinti in settore acqua, *index equity*, *emerging market bond*, *global convertibles*, azionari area Euro, azionari Nord America, azionari globali, *commodities*, *global bond*, *corporate*, immobiliari, *total/absolute return* e *insurance linked securities*): quantità, prezzo di sottoscrizione, controvalore di carico, prezzo di mercato, controvalore di mercato e plus/minusvalenze maturate (ossia differenza tra controvalore di mercato e controvalore di carico). Per la maggior parte di essi viene anche fornita l'evoluzione temporale del prezzo di mercato nell'ultimo mese;
- per il portafoglio complessivo e le sue singole componenti (distinte in azioni, obbligazioni, ETF, fondi e liquidità, a cui vengono aggiunte la gestione *cash plus*, le azioni di CDP Reti S.p.A. e le azioni di Banca d'Italia): controvalore al costo medio ponderato, controvalore di mercato, plus/minusvalenze realizzate, dividendi/cedole e plusvalore totale (ottenuto dalla somma delle ultime due voci richiamate e delle plus/minusvalenze maturate, a loro volta date dalla differenza tra controvalore di mercato e controvalore al costo medio ponderato).

Il suddetto *report* fornisce anche la situazione della liquidità, gli interessi/dividendi – lordi e netti (di imposte) – già distribuiti dai diversi strumenti in portafoglio, nonché le operazioni di investimento/disinvestimento realizzate nell'anno di riferimento.

Da gennaio 2017 l'Ufficio Patrimonio predispone un *report* di *risk management* che, nella

versione qui trasmessa riferita, appunto, al 31 gennaio 2017, prende in considerazione i seguenti profili:

- confronto tra portafoglio corrente (con fondi chiusi valorizzati al NAV) e AAS in termini di composizione analitica (ossia riferita alle *asset class* costituenti, integrate da obbligazionario e azionario globale), con evidenza del rispetto dei limiti contemplati dall'AAS stessa;
- esposizione valutaria;
- ammontare degli strumenti non quotati;
- confronto tra portafoglio corrente (con fondi chiusi valorizzati in base agli impegni di sottoscrizione acquisiti) e AAS in termini di composizione per macro *asset class* costituenti (con quella "Beni reali/*Absolute return*" scomposta nelle relative sotto classi);
- confronto tra portafoglio corrente (con fondi chiusi valorizzati al NAV e *look through* dei fondi aperti/ETF) e AAS in termini di composizione analitica (ossia riferita alle *asset class* costituenti), con evidenza del rispetto dei limiti contemplati dall'AAS stessa;
- stato di esecuzione delle delibere consiliari in materia di investimento/disinvestimento;
- analisi del portafoglio mobiliare (con l'esclusione dei fondi chiusi) in termini di:
  - rendimento del mese di riferimento, rendimento cumulato nell'anno di riferimento, VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), *expected shortfall* (quantificato anche in importo monetario), effetto diversificazione, composizione in valore assoluto e percentuale ed esposizione valutaria;
  - per ciascuna macro *asset class* considerata (a cui viene aggiunta la gestione *cash plus*), rendimento del mese di riferimento e relativa contribuzione alla *performance* e VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), quantificato in percentuale e in importo monetario;
  - per ciascuna delle *asset class* costituenti la parte in gestione diretta, VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), quantificato in percentuale e in importo monetario, e relativa contribuzione al VAR;
  - primi dieci strumenti finanziari per contributo al VAR;
  - distribuzione per scadenza e *rating* della componente obbligazionaria e per settore di quella azionaria;
  - composizione della gestione *cash plus* in valore assoluto e percentuale e relativa esposizione valutaria;
  - composizione della componente rappresentata dai fondi aperti/ETF in valore assoluto e percentuale.

L'*advisor* ex post (Mangusta Risk) elabora mensilmente un *report* di misurazione del rischio e della *performance* (nella versione riferita alla ricorrenza trimestrale, esso contiene anche una parte di tipo descrittivo per rendere la parte quantitativa di tale reportistica più fruibile per il Comitato Investimenti, chiamato a una valutazione della stessa in base alle previsioni del Documento). Il *report*, nella versione qui trasmessa riferita a dicembre 2016, prende in considerazione i seguenti profili:

- confronto tra portafoglio corrente e AAS (quale *benchmark*) in termini di:
  - VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%), anche in raffronto al corrispondente valore atteso connesso all'AAS al momento della relativa definizione, VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%) quantificato in percentuale e in importo monetario, volatilità su base annuale ed *expected shortfall* su base mensile;
  - composizione per macro classi e sottoclassi di attivo;
  - allocazione del rischio tra le macro *asset class* costituenti (anche in raffronto al *risk*

- budget*, inteso come allocazione del rischio connessa all'AAS al momento della relativa definizione);
- rischio di cambio, evidenziando la composizione per valuta;
  - rischio di liquidità del portafoglio corrente, evidenziando la componente liquida e illiquida;
  - analisi del portafoglio mobiliare in termini di:
    - raffronto all'AAS (quale *benchmark*) con riguardo a:
      - VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), quantificato in percentuale e in importo monetario, volatilità su base annuale e *option adjusted spread* – OAS;
      - composizione per macro classi e sottoclassi di attivo;
      - VAR in percentuale scomposto per specifici fattori di rischio;
      - rischio tasso di interesse (esaminato prendendo in considerazione *modified duration*, rendimento a scadenza, tasso cedolare medio e vita residua a scadenza media);
    - analisi di *stress testing*, con evidenza dei rendimenti che il portafoglio avrebbe ottenuto in relazione ad alcune specifiche ipotesi evolutive dell'inflazione, dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e dei mercati azionari;
    - effetto diversificazione connesso alle macro *asset class* costituenti (monetario, obbligazionario, azionario e alternativo), con indicazione per ciascuna di esse – in importo monetario – della consistenza, del VAR (cd. *stand alone*), del VAR in presenza delle altre classi di investimento (cd. *component*) e, appunto, dell'effetto diversificazione anche in valore percentuale;
    - in raffronto al *benchmark*, rendimento del mese di riferimento, di ciascuno dei due mesi precedenti, dell'ultimo trimestre, da inizio anno, degli ultimi 12 mesi e medio annuo;
    - in raffronto al *benchmark*, rendimento del mese e contribuzione al rendimento del mese delle macro *asset class* (*cash+derivati*, *fixed income*, *equity*, *absolute return*, *private equity*, *private debt* e altri investimenti), con anche l'indicazione del relativo peso;
    - analisi di *performance attribution* (con scomposizione dell'extra rendimento nelle componenti “*allocation effect*”, “*selection+interaction effect*” e “*currency effect*”) riferita al mese di riferimento, a ciascuno dei due mesi precedenti e all'ultimo trimestre;
  - analisi del portafoglio obbligazionario in termini di:
    - raffronto all'AAS (quale *benchmark*) con riguardo a:
      - VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), quantificato in percentuale e in importo monetario, e VAR (cd. *stand alone*), quantificato in percentuale;
      - rischio tasso di interesse (esaminato prendendo in considerazione *modified duration*, rendimento a scadenza, tasso cedolare medio e vita residua a scadenza media) con riguardo sia al portafoglio complessivo sia alle *asset class* costituenti;
      - rischio di credito (esaminato prendendo in considerazione l'OAS) con riguardo sia al portafoglio complessivo sia alle diverse tipologie di titoli (*governativo*, *corporate* e *inflation linked*);
      - distribuzione geografica, per settore e per *rating*;
    - effetto diversificazione connesso al portafoglio complessivo e alle *asset class* costituenti, con indicazione del VAR in presenza delle altre classi di investimento (cd. *component*) e, appunto, dell'effetto diversificazione, quantificati in percentuale e in importo monetario;
  - analisi del portafoglio azionario in termini di:
    - raffronto all'AAS (quale *benchmark*) con riguardo a:
      - VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%), quantificato in percentuale e in importo monetario, e VAR (cd. *stand alone*), quantificato in percentuale;

- rischio di mercato (esaminato prendendo in considerazione *dividend yield, price earnig, price to book value* e beta) con riguardo sia al portafoglio complessivo sia alle *asset class* costituenti;
- distribuzione geografica e per settore;
- effetto diversificazione connesso al portafoglio complessivo e alle *asset class* costituenti, con indicazione del VAR in presenza delle altre classi di investimento (cd. *component*) e, appunto, dell'effetto diversificazione, quantificati in percentuale e in importo monetario;
- analisi del portafoglio alternativo in termini di:
  - raffronto all'AAS (quale *benchmark*) con riguardo a VAR (su base mensile e intervallo di confidenza 99%) – quantificato in percentuale e in importo monetario – e VAR (cd. *stand alone*), quantificato in percentuale;
  - effetto diversificazione connesso al portafoglio complessivo e alle *asset class* costituenti, con indicazione del VAR in presenza delle altre classi di investimento (cd. *component*) e, appunto, dell'effetto diversificazione, quantificati in percentuale e in importo monetario;
- analisi dell'aggregato costituito dai fondi aperti, in raffronto al *benchmark* (selezionato dall'*advisor* e composto da 50% azionario e 50% obbligazionario), in termini di:
  - composizione per macro *asset class* (*cash, stock, bond* e *other*) e primi 10 fondi per incidenza;
  - per quelli azionari, composizione per settore e per stile di gestione (prendendo in considerazione la tipologia di aziende investite, distinte in *large, mid* e *small*, e le strategie di investimento, distinte in *value, core* e *growth*);
  - per quelli obbligazionari, composizione per tipologia (distinta in *government, municipal, corporate, securitized, cash/cash equivalents* e *derivative*) e per *rating*.

Per ciascuno dei fondi aperti detenuti, l'*advisor* ex post predispose inoltre una scheda che, nella versione qui trasmessa riferita a dicembre 2016, espone:

- rendimento – calcolato a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento e confrontato con il *benchmark* – totale (ossia da inizio gestione), degli ultimi 12 mesi e medio annualizzato;
- andamento della redditività a partire dall'inizio della gestione – anche in raffronto al *benchmark* – in termini di: percentuale di mesi positivi e negativi, guadagni e perdite totali in percentuale, *maximum drawdown* e relativa durata, numero e relativa percentuale di mesi sopra e sotto performanti;
- rischiosità assoluta, calcolata a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento e confrontata con il *benchmark*, in termini di: volatilità da inizio gestione e degli ultimi 12 mesi, semi deviazione, *downside deviation* sia rispetto al tasso pari a 0 che al tasso *risk-free* (Euribor);
- aderenza al *benchmark*, calcolata a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento, in termini di: *tracking error* e *tracking error volatility* – TEV, correlazione, *up correlation* e *down correlation*, *up* e *down number* e *capture ratio*;
- redditività per unità di rischio, calcolata a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento, in termini di: indice di Sharpe e indice di Sortino (rispetto al predetto tasso *risk-free*), anche in raffronto al *benchmark*, indice di Sortino (rispetto al *benchmark*), *information ratio*, RAP di Modigliani e indice di Treynor;
- rischiosità relativa, calcolata a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento, in termini di: beta da inizio gestione e degli ultimi 12 mesi e *downside deviation* rispetto al *benchmark*;
- analisi della *performace*, calcolata a dicembre e ottobre dell'anno di riferimento, da inizio gestione e degli ultimi 12 mesi in termini di: alfa di Jensen, alfa e coefficiente di

determinazione ( $R^2$ ) della retta di regressione rispetto al *benchmark*;

- caratteristiche della distribuzione dei rendimenti, anche in raffronto al *benchmark*, in termini di: coefficiente di asimmetria e curtosi.

Per completezza si fa presente che anche l'Ufficio Investimenti produce un *report* semestrale sui fondi aperti detenuti (14) che, nella versione qui trasmessa riferita al 31 dicembre 2016, prende in considerazione i seguenti profili (alcuni dei quali esaminati attraverso il database Morningstar):

- per il portafoglio complessivo di tali strumenti finanziari, per le sue macro classi (individuate in fondi obbligazionari, azionari e *absolute return*) e per le relative sottoclassi: valore di carico, valore alla data di riferimento, plus/minusvalenze maturate, proventi incassati, rendimento totale, rendimento annualizzato e commissioni di gestione (medie annue); queste informazioni vengono fornite anche per i singoli fondi detenuti, integrate da data primo acquisto, ammontare della posizione, periodo medio di detenzione e sottoclasse di appartenenza;
- distribuzione geografica e per settore della componente azionaria;
- distribuzione geografica e per tipologia di emittente/strumento finanziario della componente obbligazionaria (con riguardo al primo aspetto, limitata alle prime 20 posizioni);
- per il portafoglio complessivo degli strumenti finanziari in questione, esposizione valutaria e, in raffronto al *benchmark* (individuato nella categoria dei fondi ad allocazione moderata di Standard & Poor's), rendimento (nell'ultimo anno e negli ultimi 5 anni), rendimento in rapporto alla deviazione standard (negli ultimi 3 anni) e *drawdown* (nell'ultimo anno);
- per i principali fondi di ciascuna delle sottoclassi considerate: relativamente al periodo compreso tra il 30 settembre 2013 e la data di riferimento e in raffronto al *benchmark* specifico di ciascuna sottoclasse, rendimento, deviazione standard e indice di Sharpe; in taluni casi viene fornito anche il posizionamento nell'ambito del gruppo di fondi della medesima categoria di appartenenza.

---

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

---

L'Ente non si avvale di un depositario.

---

**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 2012-2016 il rendimento netto medio annuo composto a valori contabili della gestione finanziaria è pari al 2,95% (15). Nello stesso periodo il rendimento netto medio annuo

---

(14) Si ricorda, come già evidenziato nella precedente lettera A, che il Documento contempla tra le competenze del citato Ufficio quella di predisporre una relazione trimestrale sui fondi, recante la valutazione delle *performance* assolute e relative, corredata da tabelle e grafici (eventualmente da elaborare in collaborazione con l'*advisor*). Da quanto trasmesso risulta peraltro che in realtà il *report* in questione ha una cadenza semestrale.

(15) Si precisa che tale rendimento non tiene conto delle plusvalenze connesse alle operazioni di apporto

composto a valori di mercato è pari al 7,9% (16).

Relativamente all'ultimo bilancio tecnico predisposto, l'Ente ha fatto presente che si tratta di quello riferito al 31 dicembre 2014, redatto – a dicembre 2015 – ipotizzando un tasso di rendimento nominale pari al 3%, in presenza di un valore di inflazione posto pari al 2% (per l'intero arco temporale successivo al 2019; per il periodo anteriore, tale valore risulta compreso tra 0,5% e 1,5%).

Relativamente poi alle richieste informazioni attinenti alla redditività attesa dall'ultima AAS adottata, l'Ente ha fatto presente – in continuità con gli anni precedenti – di non averle fornite dal momento che la propria AAS viene elaborata secondo la logica di copertura dei rischi legati alle passività potenziali rappresentate dal debito pensionistico (ALM) e quindi prescindendo dalla logica del solo rendimento.

\* \* \* \* \*

---

### ***Iniziative adottate dall'Ente nei primi mesi del 2017 o che comunque interessano tale anno.***

---

In occasione dell'approvazione del bilancio di previsione per l'anno 2017, il Comitato dei Delegati ha adottato l'AAS per tale anno, la quale si basa sulle risultanze dell'analisi ALM condotta dall'*advisor* ex post (Mangusta Risk), prendendo a riferimento la data del 30 giugno 2016.

Tale elaborazione si fonda sul bilancio tecnico al 31 dicembre 2014 (di cui prende in considerazione lo “scenario base”) e si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza le passività dell'Ente su un arco temporale di 50 anni, sulla base delle ipotesi del suddetto bilancio tecnico (facendo pure una valutazione riferita allo “scenario standard”), effettuando anche un'analisi a “gruppo chiuso” per valutare gli squilibri cumulati nel tempo (la quale evidenzia il rendimento nominale netto necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari al 3,8% in aumento rispetto al 2,2% dell'ultima elaborazione precedentemente condotta);
- calcola (nello scenario a “gruppo chiuso” e tenendo conto della contribuzione futura) il *funding ratio* alla data di riferimento (sulla base di un tasso di attualizzazione pari al *risk-free*, 74,52% sull'orizzonte temporale di 50 anni, rispetto al 104,72% dell'ultima elaborazione precedentemente condotta) (17);
- formula, ad esito delle valutazioni condotte, una proposta di AAS triennale (2017-2019) definita:

---

al fondo immobiliare Cicerone realizzate nell'arco temporale in esame.

(16) Si precisa che il calcolo di tale rendimento non tiene conto, per gli anni 2015 e 2016, delle plus/minusvalenze maturate sugli OICR di tipo chiuso in quanto l'Ente non le ha prese in considerazione – come già rappresentato in precedenza – ritenendo la variazione del NAV non esaustiva ai fini della determinazione dell'effettiva redditività di questi strumenti, in quanto la maggior parte di essi non ha ancora completato la politica di investimenti.

(17) In merito alla metodologia impiegata per il calcolo del *funding ratio*, l'Ente ha fatto presente che, sulla base degli approfondimenti condotti – con il supporto dell'attuario – successivamente all'esame dell'ALM da parte del Consiglio di amministrazione per la definizione della nuova AAS, in data 3 maggio 2017 quest'ultimo ha deciso di adottare per il futuro la modalità *accrued benefit obligation* (ABO) di definizione delle passività previdenziali. Il calcolo del *funding ratio* nello scenario a “gruppo chiuso” dovrà quindi essere effettuato senza tener conto della contribuzione futura.

- in funzione del perseguimento di un rendimento obiettivo definito tenendo conto del rendimento necessario per assicurare la sostenibilità a 50 anni nello scenario sia a “gruppo aperto” che a “gruppo chiuso” (pari al 4,83% nominale lordo di imposte, in diminuzione rispetto al 5,41% dell’ultima elaborazione precedentemente condotta, ma poi posto pari al 4,5% – su un orizzonte temporale di 10 anni – in considerazione della forte variabilità delle stime sull’inflazione attesa);
- tenendo conto della diminuzione della redditività attesa dell’AAS triennale (2016-2018) in essere (ossia quella contenuta nel bilancio di previsione per l’anno 2016, rappresentativa – come detto in precedenza – della composizione di convergenza verso l’equilibrio ALM), proporzionalmente superiore alla riduzione della relativa rischiosità;
- sulla base dei seguenti limiti massimi previsti per le *asset class* a maggior rischio specifico:
  - o 5% per *bond emerging market*;
  - o 4% per *corporate high yield/credit*;
  - o 4% per azionario pacifico;
  - o 5% per azionario *emerging market*;
  - o 4,5% per *absolute return*;
  - o 7% per *private equity*;
  - o 6,5% per “beni reali - altro” (comprensivi degli investimenti in infrastrutture);
- sulla base delle seguenti bande di oscillazione previste per le principali macro *asset class*:
  - o 23% - 33% per l’aggregato governativo euro e *inflation linked*;
  - o 7% - 13% per l’aggregato governativo non euro e *bond emerging market*;
  - o 7% - 13% per l’aggregato obbligazionario *corporate*;
  - o 17,5% - 27,5% per l’aggregato azionario;
  - o 10,5% - 16,5% per l’aggregato alternativi;
  - o 11% - 17% per l’immobiliare;
- introducendo, quale ulteriore fonte di diversificazione del portafoglio, il rischio di cambio connesso alla componente azionaria paesi sviluppati (per la componente obbligazionaria l’esposizione valutaria è contemplata esclusivamente per gli eventuali titoli di paesi emergenti denominati in valuta locale);
- effettua il raffronto tra l’AAS triennale (2017-2019) proposta e quella in essere in termini di rischio/rendimento, sia nel complesso che in relazione alle singole *asset class* prese in considerazione (che vengono pure confrontate sotto il profilo della copertura o meno del rischio di cambio). In particolare, l’AAS proposta presenta – su un orizzonte temporale di 10 anni – un rendimento nominale lordo atteso del 4,74% (contro il 4,35% dell’AAS in essere), un rendimento nominale netto atteso del 3,56% (contro il 3,24% dell’AAS in essere), un rendimento reale netto atteso dell’1,83% (contro l’1,63% dell’AAS in essere), una volatilità del 6,27% (contro il 6,05% dell’AAS in essere), un VAR (su base annuale e intervallo di confidenza 95%) del 6,13% (contro il 6,04% dell’AAS in essere) e un *expected shortfall* 5% (riferito quindi al 5% dei casi peggiori) pari all’8,07% (contro l’8,19% dell’AAS in essere);
- formula una proposta di AAS per l’anno di riferimento (ossia il 2017), quale piano di convergenza verso l’AAS triennale (2017-2019), tenendo conto, in particolare, della composizione effettiva del portafoglio al 30 giugno 2016 (caratterizzata, in particolare, dal sovrappeso della componente obbligazionaria governativa indicizzata all’inflazione e azionaria europea e dal sottopeso della quota illiquida e immobiliare); secondo l’*advisor*, la convergenza verso la nuova AAS proposta – fatta eccezione per il ridimensionamento del

portafoglio di obbligazioni *inflation linked* e per la riallocazione geografica del portafoglio azionario – può essere realizzata direttamente con l’impiego dei nuovi flussi di cassa a disposizione dell’Ente;

- formula una proposta di introduzione di un portafoglio di investimenti “*mission related*” (ossia impieghi di lungo termine nell’economia reale, nelle infrastrutture e nell’innovazione che si pongono come obiettivo lo sviluppo della professione e del paese compatibilmente con il profilo di rischio/rendimento dell’Ente) con una consistenza massima pari al 7,5% del patrimonio complessivo, da affiancare al portafoglio cui fa riferimento la suddetta AAS (avente quindi una consistenza minima pari al 92,5% del patrimonio complessivo). Nell’ottica di coordinare il contributo alla rischiosità complessiva da parte di questi due portafogli (rischiosità complessiva che deve in ogni caso essere in linea con quella connessa alla suddetta AAS), individua inoltre le seguenti bande di oscillazione rispetto ai pesi attribuiti alle macro *asset class* costituenti la stessa AAS:
  - 33% - 43% per l’obbligazionario governativo;
  - 7% - 13% per l’obbligazionario *corporate*;
  - 17,5% - 27,5% per l’azionario;
  - 9,5% - 17,5% per gli alternativi;
  - 11% - 17% per l’immobiliare.

La proposta di AAS triennale contenuta nell’elaborato dell’*advisor* ex post (18) è stata quindi fatta propria dall’Ente che l’ha inserita nel bilancio di previsione per l’anno 2017 – approvato dal Comitato dei Delegati – nel quale è quindi presente il seguente assetto strategico:

<i>Asset class</i>	2017	2017-2019	Limiti	
	%	%	Max	Range
<b>Monetario</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,0% (19)</b>		

(18) Va peraltro evidenziato che in questa sede Mangusta Risk invita l’Ente a valutare con la massima attenzione i seguenti due profili:

- la configurazione del proprio portafoglio caratterizzata dall’eccezionale numerosità dei fondi investiti (oltre 80 aperti e 40 chiusi) e dalla sostanziale assenza di mandati di gestione; configurazione che, stante pure l’assenza del depositario, “rende eccezionalmente complessa l’attività di controllo, misurazione, analisi e valutazione delle *performance*, dei rischi e dell’operato dei gestori. Rende complessa e per molti aspetti incerta l’attività di allocazione del patrimonio e l’attuazione di eventuali interventi tattici. Aumenta il rischio di controparte”;
- l’onerosità della gestione, attraverso l’analisi del livello commissionale a cui l’Ente stesso riesce ad accedere e del gravame dei costi di negoziazione (soprattutto per i mercati per i quali è maggiore l’esposizione).

L’*advisor* esprime inoltre il convincimento che i) l’accentramento presso un unico depositario e ii) l’attivazione di mandati di gestione in titoli (con uno stile passivo per le principali *asset class*, quali obbligazionario governativo paesi sviluppati, *corporate investment grade* e azionario paesi sviluppati) – in sostituzione di parte dei fondi aperti detenuti – possano determinare un sensibile incremento dell’efficienza del portafoglio, del processo di investimento e delle attività di controllo e valutazione dei rischi e delle *performance*.

(19) In proposito viene precisato che difficilmente la dinamica degli incassi dell’Ente consente il contenimento di tale componente nella percentuale indicata; ciò anche in considerazione della circostanza che l’opportunità e la tempestività di trovare investimenti in perfetta concomitanza con le dinamiche dei flussi finanziari in entrata risulta del tutto aleatoria. Fermo restando il limite obiettivo del 2%, il Consiglio di amministrazione ha quindi identificato nel 10% la massima esposizione all’*asset class* in questione (proprio per contemplare anche i picchi di liquidità conseguenti all’aumento della giacenza media in prossimità delle scadenze più significative).

<b>Obbligazionario</b>	<b>48,5%</b>	<b>48,0%</b>		
<i>Governativo</i>	39,0%	38,0%		
- Titoli di Stato Italia	12,0%	16,0%		±5,0%
- Titoli di Stato Euro ex Italia				
- <i>Inflation linked</i>				
- Titoli di Stato ex EMU	6,0%	6,0%		±3,0%
- Paesi emergenti	4,0%	4,0%	+1,0%	
<i>Corporate</i>	9,5%	10,0%		
- <i>Investment grade</i> Europa	4,5%	4,0%		±3,0%
- <i>Investment grade</i> ex Europa	3,0%	3,0%		
- <i>High yield/credit</i>	2,0%	3,0%	+1,0%	
<b>Azionario</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>		<b>±5,0%</b>
- Europa	12,5%	10,5%		
- USA	5,0%	5,0%		
- Pacifico	2,5%	3,0%	+1,0%	
- Paesi emergenti	2,5%	4,0%	+1,0%	
<b>Alternativi</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,5%</b>		<b>±3,0%</b>
- <i>Absolute return</i>	4,0%	3,0%	+1,5%	
- <i>Private equity</i>	5,0%	5,5%	+1,5%	
- Beni reali - altro	4,0%	5,0%	+1,5%	
<b>Immobiliare</b>	<b>12,0%</b>	<b>14,0%</b>		<b>±3,0%</b>
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		

Il suddetto sistema di limiti (massimi e di banda di oscillazione) rispetto ai pesi assegnati nel portafoglio strategico rappresenta il perimetro entro cui costruire l'AAT.

Nel bilancio di previsione è stata inoltre fatta propria dall'Ente la proposta di introduzione di un portafoglio di investimenti "*mission related*" con una consistenza massima pari al 7,5% del patrimonio complessivo (fermo restando che il livello di rischiosità totale deve in ogni caso essere in linea con quello connesso alla suddetta AAS che, come evidenziato in precedenza, si caratterizza – su un orizzonte temporale di 10 anni – per una volatilità del 6,27% e un VAR, su base annuale e intervallo di confidenza 95%, del 6,13%).