



Strategica deliberata ad Ottobre 2014, è perfettamente in linea con il risultato effettivamente realizzato da tale parametro di riferimento (benchmark). Un risultato che, peraltro, è stato ottenuto con un livello di rischiosità (espressa in termine di Value At Risk) pari al 4,2%, sensibilmente inferiore sia al 6,7%, atteso per l'AAS ad Ottobre 2014, che a quello effettivamente registrato dal parametro di riferimento pari al 5,2%.

Il rendimento contabile, sempre al lordo delle imposte, si è invece attestato al 4,30%.

Il delta tra i due rendimenti è da ascrivere al diverso criterio di valutazione posto a base del calcolo. Mentre le valutazioni gestionali vengono fatte ai valori di mercato correnti (in linea con i criteri prescritti dalla COVIP e con le nuove regole in via di emanazione) quelle contabili seguono i criteri previsti nel Codice Civile e nei Principi dell'Organismo Internazionale di Contabilità (OIC).

Un effetto di tali differenze che ha comunque penalizzato il risultato contabile è ascrivibile all'attività di copertura del rischio valutario sugli investimenti in divisa non euro.

Come precedentemente illustrato, il 2015 è stato caratterizzato dalla rivalutazione di tutte le principali divise rispetto all'euro; questo andamento si è riflesso sulle operazioni di copertura del rischio valutario, determinando effetti gestionali e contabili tra loro significativamente diversi.

Sotto il profilo gestionale l'impatto è neutrale poiché, in caso di deprezzamento dell'euro rispetto alla valuta estera, all'effetto negativo e alle minusvalenze realizzate sul cambio corrisponde un maggior valore del titolo in divisa (connesso all'apprezzamento della valuta estera sull'euro). Poiché però, come precedentemente richiamato, le plusvalenze da valorizzazione non possono essere rilevate, a livello contabile, invece, il risultato negativo realizzato sul cambio non viene compensato.

#### IL PATRIMONIO MOBILIARE

Anche per il 2015 la gestione del patrimonio mobiliare è stata orientata agli investimenti di lungo periodo e alla diversificazione del portafoglio per ridurre la volatilità nel breve termine. In un anno non certamente facile le evoluzioni dei mercati sono state attentamente seguite con l'obiettivo di cogliere opportunità tattiche solo a fronte di chiare indicazioni sull'esistenza di investimenti attraenti in termini di rischio-rendimento.

La buona performance registrata dalla gestione è frutto della combinazione di diversi elementi quali:

- il contributo positivo di quasi tutte le classi di investimento;
- la buona aderenza dei rendimenti del portafoglio di Inarcassa rispetto ai benchmark di riferimento. Il risultato è stato ottenuto grazie all'ulteriore ricorso ai mandati passivi, con effetti positivi anche in termini di contenimento dei costi di gestione;
- l'attenta e puntuale misurazione dei rischi complessivi, in base alla quale si è ritenuto di dover diminuire, rispetto a quanto previsto dall'Asset Allocation Strategica, l'esposizione in divise diverse dall'Euro. Il peso assoluto delle divise non coperte è stato conseguentemente ridotto, passando da un iniziale 19% al 15% di fine anno;
- l'attivazione tattica di coperture su rischi specifici, quali il rischio di rialzo dei tassi d'interesse e di discesa del mercato azionario, che hanno consentito un sensibile contenimento del rischio complessivo.

La classe monetaria ha chiuso con un rendimento dell'1,5%; risultato che, rapportato allo 0,2% registrato dall'indice di riferimento della classe monetaria (Euribor 12 mesi) appare particolarmente brillante. A sostenere il risultato, oltre ai tassi attraenti negoziati in sede di gara con la banca tesoreria, sono state anche



le operazioni di impiego della liquidità a tassi agevolati, realizzate presso primari istituti italiani anche in ottica di diversificazione del rischio controparte.

L'andamento delle principali valute mondiali rispetto all'euro ha avuto un impatto particolarmente positivo sui mercati obbligazionari, con rendimenti che in alcuni casi si sono spinti oltre il 10%. Questo ha consentito di ottenere risultati significativi nei compatti in valute diverse dall'euro quali: corporate dollaro, governativi extra euro e governativi mercati emergenti. Rendimenti positivi, anche se più contenuti, sono stati realizzati sul comparto governativo euro, High Yield e delle obbligazioni convertibili. In questo contesto, il portafoglio obbligazionario di Inarcassa ha realizzato un rendimento pari al 5,9%, superiore di circa 120 punti base rispetto a quello registrato dai benchmark obbligazionari (4,7%).

Non considerando gli effetti delle coperture valutarie, il risultato della classe azionaria è stato pari al 6,3%, praticamente in linea con il 6,4% dei relativi benchmark. I rendimenti migliori si sono registrati nell'area Pacifico, con un risultato del 15,2%. A seguire il Nord America con il 12,2% e l'Europa con il 10,8%. Negativo è stato invece il rendimento dei Paesi Emergenti che hanno registrato una flessione del 5,5%. Sul risultato, oltre all'andamento dei dati macroeconomici della Cina, ha pesato l'andamento delle materie prime e del dollaro, che ha reso tali economie più fragili.

La classe alternativa, che include gli investimenti a Ritorno Assoluto, i Private Equity e gli Investimenti Reali Italia, ha registrato complessivamente, senza tener conto degli effetti delle coperture valutarie, un rendimento pari al 3,0%. Il rendimento della componente a Ritorno Assoluto è stato del 2,5%, mentre quella del Private Equity, beneficiando di un significativo flusso di distribuzioni ha conseguito un risultato del 10,4%. Il comparto Investimenti Reali Italia ha conseguito un rendimento del 6,1% sostenuto in particolare dalle distribuzioni ricevute dal Fondo F2i.

A dicembre 2015 Inarcassa ha finalizzato l'acquisizione del 3% del capitale della Banca d'Italia, per un ammontare di 225 milioni di euro. A consentire l'operazione è stato un decreto pubblicato a gennaio 2014<sup>30</sup> che, nel disegnare un nuovo modello di governance per l'Istituto, ha introdotto un limite massimo di partecipazione per singolo socio (pari, per l'appunto, al 3% del capitale complessivo), prevedendo al tempo stesso l'apertura a nuove categorie di investitori istituzionali, tra cui le casse di previdenza. Inarcassa ha seguito l'operazione sin dal suo avvio, negoziando condizioni contrattuali paritarie a quelle degli altri investitori interessati. L'investimento, di lungo periodo, è caratterizzato da un elevato livello di solidità e da valide prospettive reddituali: il suo profilo "rischio-rendimento" è compatibile con il ruolo e gli obiettivi di un investitore istituzionale stabile e proiettato sul lungo periodo. L'acquisizione di quote azionarie anche da parte di altre Casse di Previdenza<sup>31</sup> costituisce un'iniziativa, unica nel suo genere, che ha consentito al comparto di detenere oggi oltre il 10% del capitale di Bankitalia.

La qualità degli interlocutori coinvolti, le dimensioni dell'operazione, il contesto nel quale ha preso forma e si è svolta, ne fanno un investimento di straordinaria importanza nel panorama economico e finanziario italiano: importante per la Banca d'Italia, per le Casse e per l'economia del Paese. Un investimento a fronte del quale, per la prima volta, gli enti di previdenza privatizzati si sono uniti per compiere un'operazione "di sistema".

<sup>30</sup> D.L. 30 novembre 2013, n. 133 convertito in legge 29 gennaio 2014, n. 5; G.U 29 gennaio 2014, n. 23.

<sup>31</sup> Casse pensionistiche di avvocati, impiegati e dirigenti dell'agricoltura, medici e odontoiatri, ragionieri e periti commerciali.



#### LA GESTIONE DEI CAMBI

Anche nel 2015 è proseguita l'attività di copertura del rischio da oscillazione cambi, per la porzione di portafoglio composta da titoli in divisa non euro. A fronte di quanto già precedentemente commentato in ordine ai criteri di rilevazione dei risultati delle singole operazioni di copertura, la tabella che segue ne espone l'effetto complessivo in bilancio, dando separata evidenza delle componenti positive e negative di reddito. Nel commento alla voce C)III)6-Altri titoli della Nota integrativa, vengono riportate le sole operazioni aperte alla data del 31/12/2015. Il risultato netto dell'attività di copertura è stato negativo, ma tale risultato è ovviamente bilanciato, da un punto di vista gestionale, dal ritorno Euro sui titoli sottostanti.

#### **LA GESTIONE DEI CAMBI**

VOCE	2015
SALDO NETTO DELLA GESTIONE CAMBI	- 109 mln
USCITE PER MOVIMENTI DI CAMBIO A FAVORE DELLE DIVISE NON EURO	202 mln
ENTRATE PER MOVIMENTI DI CAMBIO A FAVORE DELL'EURO	93 mln

Fonte: Inarcassa

Nel 2015 la divisa dell'Unione Europea ha continuato il cammino di svalutazione contro le altre principali divise. Il rapporto di cambio tra dollaro statunitense ed euro ha visto la nostra divisa svalutarsi del 10,2%. Nei confronti della sterlina inglese l'euro si è svalutato del 5%, mentre la svalutazione del rapporto euro-yen è stata pari al 9,9%.

#### **L'ANDAMENTO VALUTARIO DELL'EURO RISPETTO ALLE PRINCIPALI DIVISE**

VOCE	2014	2015
EUR-USD	-12,2%	-10,2%
EUR-GBP	-6,7%	-5,0%
EUR-YPG	-0,1%	-9,9%

Fonte: Inarcassa

#### LA GESTIONE DEL RISCHIO TASSO D'INTERESSE

Nel corso del 2015 è proseguita l'attività di copertura del rischio tasso d'interesse sulla porzione di portafoglio ove tale rischio risulta maggiormente significativo. In particolare, si è provveduto a coprire l'esposizione in titoli governativi americani da incrementi dei tassi d'interesse che avrebbero potuto erodere significativamente il valore dell'investimento; da aprile 2015 la copertura è stata estesa anche ai titoli governativi UK. Il contributo di tali operazioni al risultato è stato leggermente negativo, a fronte di una significativa riduzione dei rischi.

#### LA GESTIONE DEL RISCHIO MERCATO AZIONARIO

A partire da aprile 2015, dopo un significativo apprezzamento dei listini, si è ritenuto opportuno procedere nella copertura di parte dei rischi di ribasso azionario sulle aree geografiche maggiormente significative. In particolare, si è provveduto a coprire tatticamente l'esposizione sui mercati azionari australiano e giapponese che avevano raggiunto i target di rendimento annuali; da novembre è stata coperta l'esposizione alle società europee a media capitalizzazione, anch'esse ritenute sui massimi delle proprie valutazioni.



#### IL FONDO IMMOBILIARE INARCASSA RE

La scelta di gestire il patrimonio immobiliare in modalità indiretta e totalmente delegata, avviata già da diversi anni con la creazione del fondo Inarcassa Re comparto Uno, si è integrata con l'apporto dei singoli Asset in favore del Fondo immobiliare chiuso Inarcassa RE comparto Due, interamente sottoscritto da Inarcassa. L'operazione di conferimento si è completata nel corso del 2015; l'ultimo apporto è stato perfezionato nel mese di marzo ed ha interessato 10 asset, suddivisi in due sub-portafogli, per un valore complessivo di 71,4 milioni di euro a fronte di circa 2,6 milioni di euro di canoni.

Il primo sub-portafoglio conteneva 4 immobili non gravati da vincoli, il secondo ne conteneva 6 che invece presentavano vincoli storico-artistici ex D.Lgs. 42/2004. Conseguentemente, l'atto di apporto è stato sottoposto:

- al procedimento di prelazione in favore dello Stato e degli altri enti preposti;
- alla condizione sospensiva ex articoli 59-62 del D.Lgs. n 42/2004, verificatasi in data 18 giugno 2015.

Rimangono gestiti direttamente da Inarcassa i beni strumentali (sede) e alcune autorimesse localizzate nel centro di Roma.

Il Fondo Inarcassa RE è un Fondo multi-comparto all'interno del quale:

- il **"Comparto Uno"** è destinato a proseguire il piano di investimenti immobiliari sul mercato domestico avviato a novembre del 2010. La sua politica di gestione è orientata alla ricerca di una combinazione di asset immobiliari caratterizzati da un profilo di rischio medio-basso, da un orizzonte temporale di investimento di medio-lungo periodo e in grado di generare flussi di cassa costanti. Nel corso dell'anno l'attività di ricerca e selezione di investimenti nel settore uffici e commerciale ha portato all'acquisto, a Milano, di due immobili cielo-terra siti in Via Tiziano 32 e Viale Jenner (angolo Via Bernina). Sempre a Milano è stato locato l'immobile di Via Brera, con un rendimento lordo da locazione pari al 5,6%. Il valore complessivo del portafoglio al 31.12.2015 è pari a oltre 350 mln di euro, per una superficie commerciale linda che supera i 109.006 mq. Nella tabella successiva viene rappresentato il portafoglio immobili di proprietà del Fondo al 31 dicembre 2015.

Nel mese di marzo il Fondo ha distribuito utili per 10,4 milioni di euro. Il rendimento gestionale lordo, per l'anno 2015, è stato del 3,69% compresi i proventi distribuiti. L'incremento di valore della quota rispetto alla data di avvio dell'operatività del Fondo (2010) è stato del 18,76% compresi i proventi distribuiti.

#### PORTEFOGLIO IMMOBILIARE COMPARTO UNO

N.	Indirizzo	Comune	Anno acquisto	Tipologia	Superficie commerciale linda (mq)
1	Via Viotti	Torino	2010	Ufficio	8.206
2	Via Viola	Roma	2011	Ufficio	29.685
3	Via Moscova	Milano	2011	Ufficio	5.060
4	Via Brera	Milano	2011	Ufficio	2.093
5	Via Roma	Palermo	2011	Commerciale	8.182
6	Viale R. Giovanna	Milano	2012	Ufficio	15.791
7	Via G. Negri 1	Milano	2014	Ufficio	11.303
8	Via Tiziano 32	Milano	2015	Ufficio	12.815
9	Viale Jenner	Milano	2015	Ufficio	15.871

Fonte: Inarcassa



- il “**Comparto Due**” è destinato alla valorizzazione degli immobili. Nell’ambito delle politiche di gestione, che si focalizzano quindi sulla valorizzazione dei beni oggetto di apporto, vengono altresì definite le opportune strategie ricorrendo, ove necessario, a interventi di radicale trasformazione o trading.

L’attività di commercializzazione degli spazi sfitti ad uso residenziale ha portato alla definizione, di alcuni contratti di locazione. Per gli spazi sfitti ad uso diverso si è proceduto alla individuazione e alla contrattualizzazione di intermediari abilitati. A fine anno sono stati sottoscritti contratti di locazione di porzioni immobiliari degli immobili siti in Firenze, Lungarno Corsini e Piazza della Stazione ed in Roma, Via di Santa Maria in Via e Via Crescenzo. Sono state, inoltre, sottoscritte lettere di intenti vincolanti per l’immobile di Via Rubicone a Roma mentre sono in corso trattative per la locazione dell’immobile di Via Viola a Roma e per Via Matteotti a Firenze.

Nel corso dell’esercizio sono stati avviati appalti di lavori di riqualificazione per gli immobili di Agrate Brianza, Cernusco sul Naviglio e Via Viola per un valore complessivo di oltre 10 milioni di euro.

Le linee operative del fondo seguono tre direttive principali:

- intervenire con attività di valorizzazione su alcuni immobili, anche tramite iniziative di efficientamento energetico, per renderli maggiormente appetibili in particolare modo laddove la “location” non favorisce la loro commerciabilità;
- intensificare le attività di commercializzazione attraverso il coinvolgimento di società di intermediazione leader nelle diverse aree geografiche con l’obiettivo di ridurre progressivamente il grado di sfittanza;
- garantire il puntuale rispetto dei migliori standards di servizio ai conduttori.

Il tutto compatibilmente con il rispetto degli obiettivi economici e reddituali del fondo nel suo complesso, attraverso l’attento rispetto degli equilibri tra costi e ricavi rivenienti dalle azioni intraprese. Non essendovi state ancora distribuzioni di proventi, il rendimento del 2015 del Comparto 2, legato al solo incremento del valore della quota, è stato pari allo 0,80% in linea con l’indice IPD Property Fund Index italiano, indice di riferimento del compondo.

#### PORTEFOGLIO IMMOBILIARE COMPARTO DUE

N.	Indirizzo	Comune	Anno acquisto	Tipologia	Superficie commerciale londa (mq)
1	Vecchia Ferriera	Vicenza	2014	industriale	7752
2	Via Caccia, 29	Udine	2014	università	6092
3	Via Caccia, 17	Udine	2014	pubblica	14329
4	Via Ospedalicchio 11-13	Taranto	2014	residenziale	14642
5	Via Carlo Felice 29	Sassari	2014	pubblica	2364
6	Via Po	Roma	2014	uffici	4043
7	Via G. Valmarana 68	Roma	2014	residenziale	5383
8	Via Silvio D’Amico 53	Roma	2014	uffici	4436
9	Via S. Martini, 136/C	Roma	2014	residenziale	2057
10	Via Rubicone 11	Roma	2014	uffici	2874
11	Via Pastrengo 20	Roma	2014	uffici	8490
12	Via Lucania 29, Via Sicilia 172	Roma	2014	pubblica	17021
13	Via Giusti 13	Roma	2014	residenziale	750
14	Via Gherardi 60-62 / L.Tevere Pietra Papa 61-63	Roma	2014	residenziale	16915
15	Via Cesare Giulio Viola 63	Roma	2014	uffici	7337
16	Via FlaVia 93	Roma	2014	pubblica	2401
17	Via Torre Gaia 7/9	Roma	2014	residenziale	6458
18	Via Magliana Nuova 424	Roma	2014	pubblica	6775
19	Via del Calice 54 g	Roma	2014	pubblica	9529
20	Via Cavriglia 21-23-25-27-29 / Pienza 215-226-230	Roma	2014	residenziale	15675



N.	Indirizzo	Comune	Anno acquisto	Tipologia	Superficie commerciale londa (mq)
21	Via Aurelia 294	Roma	2014	uffici	3869
22	L.go Maresciallo Diaz 13	Roma	2014	residenziale	7479
23	Galleria Regina Margherita 1- 7 -8 Via Napoli 23	Roma	2014	pubblica	13406
24	Galleria Gallucci / Via Aspetti 101-105 / Via Minio 4	Padova	2014	residenziale	6626
25	Via G.Cesare 151 / Via Monte S.Gabriele 25b	Novara	2014	residenziale	9022
26	Via G. Porzio 4 - Isola G4	Napoli	2014	uffici	5346
27	Via P. Da Cannobio 33	Milano	2014	uffici	2297
28	Via Renato Fucini 2-4	Milano	2014	uffici	4187
29	Via Giuseppe Frua 16/18	Milano	2014	residenziale	12093
30	Corso porta Vigentina 52/54	Milano	2014	pubblica	5702
31	Via Ca' Rossa 38	Venezia Mestre	2014	pubblica	2757
32	Largo Duomo 15	Livorno	2014	uffici	240
33	CORSO GARIBOLDI 15	Isernia	2014	commerciale	4284
34	Viale Matteotti 15	Firenze	2014	uffici	2764
35	Via Dante, 106 - Via G. Verdi	Cagliari	2014	residenziale	4046
36	Piazza Malpighi 10/12	Bologna	2014	residenziale	1255
37	Via dei Mulini 59/A	Benevento	2014	università	13038
38	Corso Trieste 27	Bari	2014	pubblica	6982
39	Via N. Sauro, 32	Arma di Taggia	2014	turistico	2874
40	Via della Vittoria 9-11-13-15/ Via Uccellis 3/A	Udine	2014	commerciale	3989
41	Via Alessandria 12	Settimo Torinese	2014	turistico	8751
42	Via Cassanese 224	Segrate	2014	uffici	6666
43	Via Rava 150/ Castiglione ed B-C-D	Roma	2014	uffici	26765
44	Via Machiavelli 22	Roma	2014	cliniche alta spec	1969
45	Via Genova 2	Roma	2014	caserma	5161
46	Via Frigia 27	Milano	2014	uffici	5823
47	Via Albricci / P.zza Velasca 2	Milano	2014	uffici	5468
48	Via Marsala 40 Torre D	Gallarate	2014	uffici	5117
49	Via Torino 25 Centro Dir. Summit Edificio D	Cernusco	2014	uffici	12190
50	Via Torino 25 Centro Dir. Summit Edifici A-B-C	Cernusco	2014	uffici	15598
51	Via Orzinuovi 111	Brescia	2014	uffici	9008
52	Via Colleoni 1-3-5-7-9-11 Palazzi "Taurus", "Sirio"	Agrate Brianza	2014	uffici	32070
53	Via Prato della Fiera 19-21-22	Treviso	2014	uffici	384
54	Piazza Umberto I n. 3	Trapani	2014	uffici	1160
55	Corso Trento 21	Torino	2014	uffici	2137
56	Via di Santa Maria in Via 12	Roma	2014	uffici	3841
57	Via Crescenzo 16	Roma	2014	uffici	1650
58	Piazza Duomo 10	Pistoia	2014	pubblica	3350
59	Via delle Venezie 15	Livorno	2014	uffici	238
60	Via Ponterale 5	Genova	2014	uffici	2493
61	Via Lungarno Corsini 2/Via Tornabuoni 1/a	Firenze	2014	uffici	3811
62	Via Barberia 23	Bologna	2014	uffici	3557
63	Lungomare Nazario Sauro 39	Bari	2014	uffici	2412
64	Via San Lorentino 25	Arezzo	2014	pubblica	4823
65	S. Croce 1679-1681 (Palazzo Giovannelli)	Venezia	2015	uffici	2275
66	Carnareggio 2217 (Palazzo Correr)	Venezia	2015	uffici	2614
67	Via Grignano 9	Trieste	2015	albergo	8998
68	Via Crescenzo 14/16	Roma	2015	uffici	1466
69	Via Arno 42-44	Roma	2015	uffici	5219
70	Via del Chiostro 9/Via C. Battisti 15	Napoli	2015	uffici	903
71	Via Serra 3-3a	Genova	2015	caserma	3757
72	Piazza della Stazione 1	Firenze	2015	uffici	405
73	Corso Marruccino	Chieti	2015	uffici	196



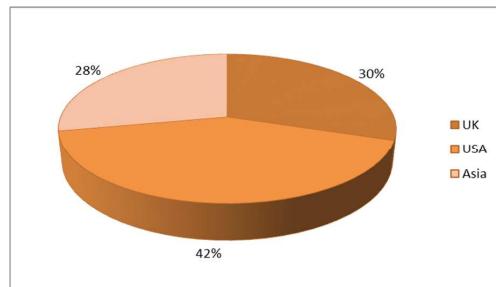
#### MANDATI DI GESTIONE

Il 2015 ha visto l'affidamento, in un'ottica di investimento globale e di diversificazione dell'asset immobiliare, di un secondo mandato di gestione delegata in fondi immobiliari globali. Al primo mandato gestito da uno dei principali gestori specializzati a livello mondiale (LaSalle Investment Management) ha fatto seguito un secondo gestore altrettanto qualificato come CBRE.

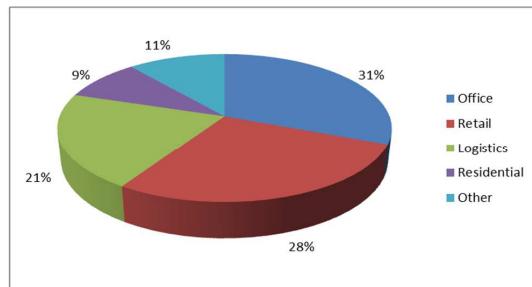
La struttura dei due mandati risponde alle esigenze di diversificazione del portafoglio sia sotto il profilo della composizione geografica (Europa 30%, USA 42% ed Asia 28%) che in relazione al settore di investimento (uffici 31%, retail 28% logistica/industriale 21%, residenziale 9% e settori diversi 11%). L'importo complessivo delle sottoscrizioni è pari a 170 milioni di euro, ripartiti in 14 fondi di investimento.

#### I MANDATI DI GESTIONE

##### A) COMPOSIZIONE GEOGRAFICA



##### B) SETTORI DI INVESTIMENTO



Fonte: Incarcassa

L'attività di diversificazione dovrebbe proseguire anche nel 2016 con l'obiettivo di raggiungere un target di investimenti esteri prossimo al 20% dell'asset immobiliare.

#### RENDIMENTI CONTABILI E GESTIONALI

PATRIMONIO MOBILIARE	RENDIMENTO CONTABILE	RENDIMENTO GESTIONALE
RENDIMENTO LORDO	4,19	3,72
RENDIMENTO NETTO	2,79	2,59
PATRIMONIO IMMOBILIARE	RENDIMENTO CONTABILE	RENDIMENTO GESTIONALE
RENDIMENTO LORDO	15,83	1,69
RENDIMENTO NETTO	14,21	1,33
TOTALE PATRIMONIO	RENDIMENTO CONTABILE	RENDIMENTO GESTIONALE
RENDIMENTO LORDO	4,30	3,39
RENDIMENTO NETTO	2,90	2,38



#### 4 - LA GESTIONE OPERATIVA

Il 2015 è stato un anno di transizione che, a fronte del rinnovo delle cariche, ha visto l'avvicendarsi degli amministratori. In sede di pianificazione strategica, grazie al lavoro svolto negli anni precedenti, era stato considerato un anno di "finitura" di obiettivi già raggiunti (cfr. budget 2015), con l'impegno costante dell'Associazione al controllo ottimale dell'utilizzo delle risorse inteso come efficienza interna a costi marginali decrescenti, riservando la programmazione di nuove iniziative ai futuri Organi Collegiali. Mentre il primo semestre dell'anno è stato, quindi, caratterizzato da obiettivi di mantenimento dei risultati raggiunti, nel secondo semestre sono state individuate le linee strategiche che caratterizzeranno il mandato dei nuovi amministratori e che, illustrate all'interno del Piano strategico, sono state poi declinate nel budget dell'Associazione per il 2016.

##### RISORSE UMANE, ORGANIZZAZIONE E COSTO DEL LAVORO

Nel corso dell'anno sono state apportate le seguenti modifiche organizzative:

- avvio della Funzione di Internal Auditing;
- avvio della nuova Area finalizzata all'attività di gestione e recupero del credito scaduto;
- ridefinizione, a seguito dell'avvenuto conferimento delle proprietà immobiliari delle attività della Direzione Patrimonio.

Tra i principali fattori che hanno interessato il costo del personale si segnalano:

- la ripresa dal 1 gennaio 2015 delle dinamiche salariali, bloccate dal 1 gennaio 2011 per effetto delle disposizioni contenute nell'art. 9 del Decreto Legge 31 maggio 2010 n. 78, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1 comma 1, della Legge 30 luglio 2010 n° 122;
- il contenimento complessivo degli organici, pur in presenza di un trend crescente di Iscritti e di servizi erogati;
- un utilizzo delle prestazioni straordinarie, a fronte di specifiche esigenze di flessibilità, anche connesse a progetti che hanno avuto corso nell'anno 2015 (progetti di innovazione dei sistemi informativi, gestione del processo elettorale);
- la piena applicazione, anche per tutto il 2015, delle disposizioni di cui all'art. 5 del D.L. 6 luglio 2012 n.95, convertito in legge con modificazioni, dall'art.1, comma 1, Legge agosto 2012 n.135, espressamente previste a carico delle "amministrazioni pubbliche" inserite nel conto economico consolidato della pubblica amministrazione, come individuate dall'Istituto nazionale di statistica (ISTAT) ai sensi dell'articolo 1, comma 2, della legge 31 dicembre 2009, n. 196.



## 5 - I FATTI DI RILIEVO SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

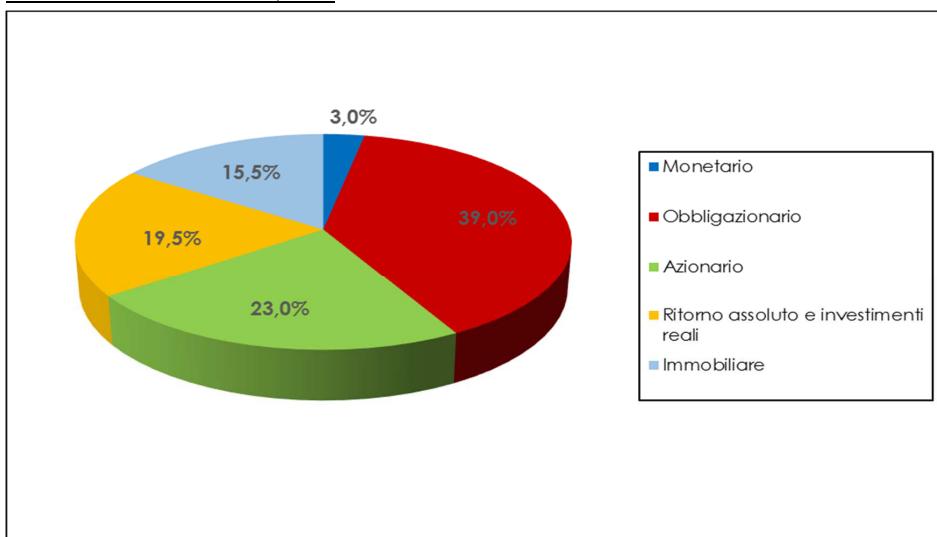
Nel corso dei primi due mesi del 2016:

- il numero degli iscritti è diminuito di 864 unità, passando da 168.385 a 167.521. La riduzione è superiore a quella registrata nel periodo corrispondente del 2015 (-295 unità), più ridotta rispetto a quella osservata nel primo bimestre del 2014 (-1.226);
- i titolari di pensioni sono aumentati di 374 unità, passando da 27.632 a 28.006;
- i trattamenti di maternità sono stati pari a 414.

Ad inizio anno è diventata operativa la nuova AAS per il 2016, deliberata ad ottobre 2015 dal Comitato Nazionale dei Delegati, che ha ritenuto di mantenere sostanzialmente invariata la redditività attesa del patrimonio, portandola dal 4,5% della precedente AAS, al 4,6% in termini gestionali lordi. L'andamento dei tassi e l'elevata volatilità dei mercati finanziari avrebbero comportato, a parità di Asset, un significativo incremento del rischio connesso, misurato attraverso il VAR (Value at risk). La ricerca della frontiera efficiente ha indotto a modificare la composizione dell'AAS per contenere il rischio incrementale che, in tal modo, si è attestato al 7,7%.

La nuova composizione dell'Asset Allocation Strategica, descritta nel grafico sottostante, ha comportato la revisione dei pesi strategici degli investimenti alternativi nell'ambito dell'asset class ridenominata "Ritorno assoluto ed Investimenti reali" che, nel complesso, salgono al 19,5% a fronte del 17,5% della precedente Asset Allocation; stesso andamento, all'interno della classe, per il private equity che passa al 4% rispetto al precedente 1,6%. Nell'individuazione della composizione strategica del portafoglio sale anche il peso della classe obbligazionaria, che raggiunge il 39% contro il 33% dell'anno precedente. Si contrae, invece, il peso assegnato alla classe azionaria, che scende dal 27,5% al 23%. All'interno della classe cresce il peso dell'area europea (9,5% rispetto al precedente 4%) mentre si riducono le aree Pacifico ed Emergenti.

**ASSET ALLOCATION STRATEGICA, 2016**

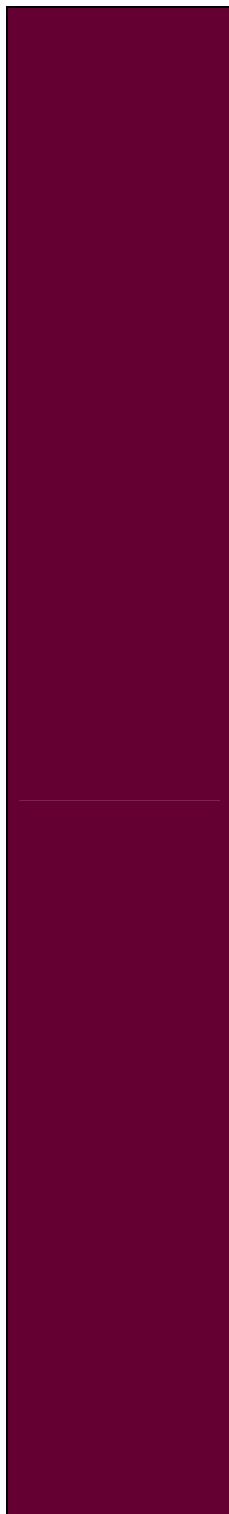




---

Al 29 febbraio 2016, sono stati riscossi crediti contributivi per 135,2 milioni di euro (di cui 92,2 milioni di euro relativi a versamenti effettuati in data 31/12/2014). Il saldo dei crediti verso professionisti, esposto a bilancio per 825,8 milioni di euro, si è di conseguenza ridotto a 782,7 milioni di euro.

*inarcassa*



## **PROSPETTI DI BILANCIO**



## STATO PATRIMONIALE – ATTIVO

COD.	VOCE	CONSUNTIVO 2015	CONSUNTIVO 2014
<b>ATTIVO</b>			
<b>B IMMOBILIZZAZIONI</b>			
<b>B.I</b>	<b>IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI:</b>	<b>1.081.727</b>	<b>1.137.759</b>
B.I.1	Costi di impianto e di ampliamento	0	0
B.I.2	Costi di ricerca sviluppo e di pubblicità	0	0
B.I.3	Diritti di brevetto industriale e di utilizzazione delle opere dell'ingegno	654.937	880.986
B.I.4	Concessioni licenze marchi e diritti simili	426.790	256.773
B.I.5	Avviamento	0	0
B.I.6	Immobilizzazioni in corso e acconti	0	0
B.I.7	Altre	0	0
<b>B.II</b>	<b>IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI:</b>	<b>27.926.896</b>	<b>89.562.070</b>
B.II.1	Terreni e fabbricati	20.864.353	82.662.920
B.II.2	Impianti e macchinario	0	7.844
B.II.3	Attrezzature industriali e commerciali	0	0
B.II.4	Altri beni	1.672.509	1.846.174
B.II.5	Immobilizzazioni in corso e acconti	5.390.034	5.045.132
<b>B.III</b>	<b>IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE:</b>	<b>2.377.338.637</b>	<b>2.178.682.069</b>
B.III.1	Partecipazioni in:	259.478.815	17.874.117
B.III.1.a	- imprese controllate	50.000	50.000
B.III.1.b	- imprese collegate	33.340.000	16.910.048
B.III.1.d	- altre imprese	226.088.815	914.069
B.III.2	Crediti:	2.031.519	2.508.670
B.III.2.a	- verso imprese controllate	0	0
B.III.2.b	- verso imprese collegate	0	0
B.III.2.d	- verso altri	2.031.519	2.508.670
B.III.3	Altri titoli	2.115.828.303	2.158.299.282
B.III.4	Azioni proprie	0	0
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)</b>		<b>2.406.347.260</b>	<b>2.269.381.898</b>
<b>C ATTIVO CIRCOLANTE</b>			
<b>C.II</b>	<b>CREDITI:</b>	<b>1.025.777.187</b>	<b>829.305.239</b>
C.II.1	verso contribuenti	616.001.047	619.048.399
C.II.2	verso imprese controllate	0	0
C.II.3	verso imprese collegate	0	0
C.II.5	verso altri:	409.776.140	210.256.840
C.II.5.a	- verso locatari	1.957.395	6.708.536
C.II.5.b	- verso beneficiari di prestazioni istituzionali	1.622.220	1.634.475
C.II.5.c	- verso banche	400.723.949	165.520.895
C.II.5.d	- verso lo Stato	5.203.055	35.576.565
C.II.5.e	- diversi	269.521	816.369
<b>C.III</b>	<b>ATTIVITA' FINANZIARIE CHE NON COSTITUISCONO IMMOBILIZZAZIONI:</b>	<b>5.007.465.015</b>	<b>4.396.663.646</b>
C.III.1	Partecipazioni in imprese controllate	0	0
C.III.2	Partecipazioni in imprese collegate	0	0
C.III.4	Altre partecipazioni	3.487.131	3.487.131
C.III.6	Altri titoli	5.003.977.884	4.393.176.515
<b>C.IV</b>	<b>DISPONIBILITA' LIQUIDE</b>	<b>513.614.855</b>	<b>867.912.036</b>
C.IV.1	Depositi bancari e postali	513.614.855	867.912.036
C.IV.2	Assegni	0	0
C.IV.3	Denaro e valori in cassa	0	0
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)</b>		<b>6.546.857.057</b>	<b>6.093.880.921</b>



## STATO PATRIMONIALE - ATTIVO

COD.	VOCE	CONSUNTIVO 2015	CONSUNTIVO 2014
D	RATEI E RISCONTI	13.573.886	19.060.377
D	Ratei e Risconti	13.573.886	19.060.377
	<b>TOTALE RATEI E RISCONTI (D)</b>	<b>13.573.886</b>	<b>19.060.377</b>
	<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>8.966.778.204</b>	<b>8.382.323.196</b>
<b>CONTI D'ORDINE</b>			
	Beni di terzi presso l'Ente	0	0
	Beni dell'Ente presso terzi	0	0
	Impegni	230.022.217	196.591.639
	Rischi	0	0
	Fidejussioni	6.615.657	11.592.894
	<b>TOTALE CONTI D'ORDINE</b>	<b>236.637.874</b>	<b>208.184.533</b>



## STATO PATRIMONIALE – PASSIVO

COD.	VOCE	CONSUNTIVO 2015	CONSUNTIVO 2014
<b>PASSIVO</b>			
<b>A PATRIMONIO NETTO</b>			
A.III	Riserve di rivalutazione		
A.IV	Riserva legale	8.197.264.324	7.295.633.015
A.VI	Riserve statutarie	0	0
A.VII	Altre riserva	0	0
A.IX	Avanzo (disavanzo) dell'esercizio	604.782.167	901.631.309
<b>TOTALE A</b>		<b>8.802.046.491</b>	<b>8.197.264.324</b>
<b>B FONDI PER RISCHI ED ONERI:</b>			
B.1	per trattamento di quiescenza e obblighi simili	6.007.518	6.323.515
B.2	per imposte	3.927.654	0
B.3	altri:	26.696.954	25.718.780
B.3.a	- fondo di riserva	0	0
B.3.b	- diversi	26.696.954	25.718.780
<b>TOTALE B</b>		<b>36.632.126</b>	<b>32.042.295</b>
<b>C TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO</b>			
C	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	3.388.791	3.456.594
<b>TOTALE C</b>		<b>3.388.791</b>	<b>3.456.594</b>
<b>D DEBITI</b>			
D.3	Debiti verso banche	64.225.305	109.213.206
D.4	Debiti verso altri finanziatori	0	0
D.5	Acconti	0	0
D.6	Debiti verso fornitori	8.302.179	13.020.442
D.7	Debiti rappresentati da titoli di credito	0	0
D.8	Debiti verso imprese collegate	13.018.227	0
D.9	Debiti verso imprese controllate	0	0
D.11	Debiti tributari	21.814.202	19.827.826
D.12	Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza	776.768	703.614
D.13	Altri debiti:	16.488.764	6.786.044
D.13.a	- verso locatari	1.082.563	1.443.878
D.13.b	- verso beneficiari di prestazioni istituzionali	3.979.455	3.125.217
D.13.c	- diversi	11.426.746	2.216.949
<b>TOTALE D</b>		<b>124.625.445</b>	<b>149.551.132</b>
<b>E RATEI E RISCONTI</b>			
E	Ratei e Risconti	85.351	8.851
<b>TOTALE E</b>		<b>85.351</b>	<b>8.851</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>		<b>8.966.778.204</b>	<b>8.382.323.196</b>
<b>CONTI D'ORDINE</b>			
	Beni di terzi presso l'Ente	0	0
	Beni dell'Ente presso terzi	0	0
	Impegni	230.022.217	196.591.639
	Rischi	0	0
	Fidejussioni	6.615.657	11.592.894
<b>TOTALE CONTI D'ORDINE</b>		<b>236.637.874</b>	<b>208.184.533</b>



## CONTO ECONOMICO

COD.	VOCE	PREVENTIVO 2015	CONSUNTIVO 2015	CONSUNTIVO 2014
<b>A PROVENTI DEL SERVIZIO</b>				
<b>A.1 CONTRIBUTI:</b>		<b>1.013.964.000</b>	<b>984.607.700</b>	<b>1.032.799.452</b>
A.1.a CONTRIBUTI SOGGETTIVI		638.032.000	612.420.388	627.721.143
A.1.b CONTRIBUTI INTEGRATIVI		322.462.000	309.330.952	332.991.403
A.1.c CONTRIBUTI SPECIFICHE GESTIONI		15.870.000	15.199.792	14.943.194
A.1.d ALTRI CONTRIBUTI		37.600.000	47.656.568	57.143.712
<b>A.5 PROVENTI ACCESSORI:</b>		<b>21.465.000</b>	<b>17.005.486</b>	<b>91.105.909</b>
A.5.a CANONI DI LOCAZIONE IMMOBILI		2.550.000	1.800.240	10.379.537
A.5.b PROVENTI DIVERSI		18.915.000	15.205.246	80.726.372
<b>TOTALE A</b>		<b>1.035.429.000</b>	<b>1.001.613.186</b>	<b>1.123.905.361</b>
<b>B COSTI DEL SERVIZIO</b>				
<b>B.6 PER MATERIALE DI CONSUMO</b>		<b>79.000</b>	<b>65.482</b>	<b>54.506</b>
<b>B.7 PER SERVIZI:</b>		<b>603.755.000</b>	<b>583.832.703</b>	<b>533.077.419</b>
<b>B.7.a PRESTAZIONI ISTITUZIONALI:</b>		<b>591.279.000</b>	<b>573.068.705</b>	<b>520.433.387</b>
B.7.a.1 PRESTAZIONI PREVIDENZIALI		549.926.000	534.872.481	487.011.757
B.7.a.2 PRESTAZIONI ASSISTENZIALI		39.853.000	36.450.235	31.559.230
B.7.a.3 RIMBORSO AGLI ISCRITTI		0	20.461	63.609
B.7.a.4 ALTRE PRESTAZIONI ISTITUZIONALI		1.500.000	1.725.528	1.798.791
<b>B.7.b SERVIZI DIVERSI</b>		<b>12.476.000</b>	<b>10.763.998</b>	<b>12.644.032</b>
<b>B.8 PER GODIMENTO DI BENI DI TERZI</b>		<b>876.000</b>	<b>824.472</b>	<b>811.377</b>
<b>B.9 PER IL PERSONALE:</b>		<b>15.480.000</b>	<b>14.978.179</b>	<b>14.327.739</b>
B.9.a SALARI E STIPENDI		10.833.000	10.497.780	10.081.956
B.9.b ONERI SOCIALI		2.887.000	2.843.055	2.712.296
B.9.c TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO		828.000	716.637	707.098
B.9.d TRATTAMENTO DI QUIESCENZA E OBBLIGHI SIMILI		143.000	210.912	74.244
B.9.e ALTRI COSTI		789.000	709.795	752.145
<b>B.10 AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI:</b>		<b>22.618.000</b>	<b>36.400.728</b>	<b>40.209.059</b>
B.10.a AMM.TO DELLE IMMOBILIZZ. IMMATERIALI		900.000	518.499	678.262
B.10.b AMM.TO DELLE IMMOBILIZZ. MATERIALI		1.568.000	615.763	3.299.894
B.10.c ALTRE SVALUTAZIONI DELLE IMMOBILIZZAZIONI		0	0	0
B.10.d SVAL. CREDITI DELL'ATTIVO CIRC. E DELLE DISP. LIQUIDE		20.150.000	35.266.466	36.230.903
<b>B.12 ACCANTONAMENTI PER RISCHI</b>		<b>1.000.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.13 ALTRI ACCANTONAMENTI:</b>		<b>10.000.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
B.13.a FONDO SPESE IMPREVISTE		9.000.000	0	0
B.13.b ACCANTONAMENTI DIVERSI		1.000.000	0	0
<b>B.14 ONERI DIVERSI DI GESTIONE</b>		<b>3.981.000</b>	<b>2.941.446</b>	<b>4.976.997</b>
<b>TOTALE B</b>		<b>657.789.000</b>	<b>639.043.010</b>	<b>593.457.095</b>
<b>DIFFERENZA TRA PROVENTI E COSTI DEL SERVIZIO (A-B)</b>		<b>377.640.000</b>	<b>362.570.176</b>	<b>530.448.266</b>



## CONTO ECONOMICO

COD.	VOCE	PREVENTIVO 2015	CONSUNTIVO 2015	CONSUNTIVO 2014
<b>C</b>	<b>PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>			
<b>C.15</b>	<b>PROVENTI DA PARTECIPAZIONI:</b>	<b>57.865.000</b>	<b>336.462.115</b>	<b>71.368.470</b>
C.15.a	DA IMPRESE CONTROLLATE	0	0	0
C.15.b	DA IMPRESE COLLEGATE	0	0	0
C.15.c	ALTRI PROVENTI DA PARTECIPAZIONI	57.865.000	336.462.115	71.368.470
<b>C.16</b>	<b>ALTRI PROVENTI FINANZIARI:</b>	<b>115.182.000</b>	<b>273.770.472</b>	<b>179.695.958</b>
C.16.a	DA CREDITI ISCRITTI NELLE IMMOBILIZZAZIONI	26.000	23.015	24.825
C.16.b	DA TITOLI ISCRITTI NELLE IMM. CHE NON COST. PARTECIPAZ.	21.430.000	7.085.785	21.208.323
C.16.c	DA TITOLI ISCRITTI NELL'ATTIVO CIRC. CHE NON COST. PARTECIPAZ.	40.960.000	35.161.215	49.154.439
C.16.d	PROVENTI DIVERSI DAI PRECEDENTI	52.766.000	231.500.457	109.308.371
<b>C.17</b>	<b>INTERESSI E ALTRI ONERI FINANZIARI</b>	<b>18.570.000</b>	<b>99.068.360</b>	<b>48.268.647</b>
C.17.a	DA IMPRESE CONTROLLATE	0	0	0
C.17.b	DA IMPRESE COLLEGATE	0	0	0
C.17.c	ALTRI PROVENTI ED ONERI	18.570.000	99.068.360	48.268.647
<b>C.17 bis</b>	<b>UTILI E PERDITE SU CAMBI</b>	<b>0</b>	<b>-114.722.840</b>	<b>-87.271.274</b>
<b>TOTALE (C.15+C.16-C.17+C.17 bis)</b>		<b>154.477.000</b>	<b>396.441.387</b>	<b>115.524.507</b>
<b>D</b>	<b>RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE</b>			
<b>D.18</b>	<b>RIVALUTAZIONI:</b>	<b>25.000.000</b>	<b>16.547.228</b>	<b>64.724.025</b>
D.18.a	DI PARTECIPAZIONI	0	0	7.128
D.18.b	DI IMMOBILIZZ. FINANZ. CHE NON COSTITUSCONO PARTECIPAZ.	0	0	0
D.18.c	DI TITOLI ISCRITTI NELL'ATTIVO CIRC. CHE NON COSTI. PARTECIPAZ.	25.000.000	16.547.228	64.716.897
<b>D.19</b>	<b>SVALUTAZIONI:</b>	<b>0</b>	<b>215.892.834</b>	<b>71.904.510</b>
D.19.a	DI PARTECIPAZIONI	0	0	0
D.19.b	DI IMMOBILIZZ. FINANZ. CHE NON COSTITUSCONO PARTECIPAZ.	0	7.589.884	7.580.227
D.19.c	DI TITOLI ISCRITTI NELL'ATTIVO CIRC. CHE NON COSTI. PARTECIPAZ.	0	208.302.950	64.324.283
<b>TOTALE (D.18-D.19)</b>		<b>25.000.000</b>	<b>-199.345.606</b>	<b>-7.180.485</b>
<b>E</b>	<b>PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI</b>			
<b>E.20</b>	<b>PROVENTI:</b>	<b>300.000</b>	<b>70.970.800</b>	<b>344.985.705</b>
E.20.a	PLUSVALENZE	0	69.281.487	341.201.143
E.20.b	SOPRAVVENIENZE ATTIVE	300.000	1.689.313	3.784.562
E.20.c	DIVERSI	0	0	0
<b>E.21</b>	<b>ONERI:</b>	<b>0</b>	<b>11.446.577</b>	<b>77.423.440</b>
E.21.a	MINUSVALENZE	0	10.804.182	76.924.887
E.21.b	SOPRAVVENIENZE PASSIVE	0	642.395	498.553
E.21.c	DIVERSI	0	0	0
<b>TOTALE PARTITE STRAORDINARIE (E.20-E.21)</b>		<b>300.000</b>	<b>59.524.223</b>	<b>267.562.265</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>		<b>557.417.000</b>	<b>619.190.180</b>	<b>906.354.553</b>
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO		2.700.000	14.408.014	4.723.243
<b>AVANZO DELL'ESERCIZIO</b>		<b>554.717.000</b>	<b>604.782.167</b>	<b>901.631.309</b>