IL PATRIMONIO DELLA CASSA, I RENDIMENTI, LE POLITICHE D'INVESTIMENTO ED IL PIANO D'IMPIEGO DELLA LIQUIDITÀ

IL PATRIMONIO MOBILIARE

Consistenza e rendimenti

A fine 2016 il valore di mercato del patrimonio mobiliare è pari a circa € 5,8 miliardi, in parte affidato alla gestione di operatori professionali, per il tramite di convenzioni con gestori patrimoniali o di sottoscrizione di parti di OICR, ed in parte investito in strumenti finanziari detenuti direttamente in portafoglio.
Nella tabella che segue sono riportati i valori di mercato al 31 dicembre 2016: quelli delle Gestioni Patrimoniali sono tratti dai dati della Banca depositaria, quelli delle obbligazioni includono i contratti di capitalizzazione e sono comprensivi dei ratei lordi maturati (valori *tel quel*), mentre la liquidità include i conti correnti bancari dedicati all'operatività mobiliare. Si segnala inoltre che il valore degli OICR comprende gli importi richiamati riferiti ai fondi alternativi chiusi.

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31/12/2016	PESO (%)
Strumenti finanziari in portafoglio	**4.456.609.881**	**76,91%**
Altro	**75.000.000**	**1,29%**
▸ Banca d'Italia	75.000.000	1,29%
ETF	**136.234.985**	**2,35%**
▸ ETF Azionari	45.856.200	0,79%
▸ ETF Commodities	15.063.725	0,26%
▸ ETF Obbligazionari	75.315.060	1,30%
Liquidità	**512.867.020**	**8,85%**
▸ Liquidità di cc	512.867.020	8,85%
OICR	**3.265.533.180**	**56,35%**
▸ OICR Alternativi Chiusi	108.829.700	1,88%
▸ OICR Alternativi Liquidi	48.368.230	0,83%
▸ OICR Azionari	1.284.184.406	22,16%
▸ OICR Commodities	15.004.040	0,26%
▸ OICR Multi Asset	49.738.012	0,86%
▸ OICR Obbligazionari	1.759.408.792	30,36%
Obbligazioni	**466.974.696**	**8,06%**
▸ Obbligazioni Corporate	168.394.209	2,91%
▸ Obbligazioni Governative	150.439.829	2,60%
▸ Obbligazioni Inflation	92.639.657	1,60%
▸ Obbligazioni Strutturate	55.501.000	0,96%
Gestioni Patrimoniali	**1.338.161.819**	**23,09%**
▸ GPM_Benchmark	838.632.766	14,47%
▸ GPM_Total Return	499.529.053	8,62%
TOTALE	**5.794.771.700**	**100,00%**

Nella tabella seguente vengono rappresentati sia i rendimenti netti del patrimonio mobiliare a valori di mercato, sia la volatilità di ciascuna categoria di attivo per l'anno 2016.

TIPO DI GESTIONE	Rendimento TW	Dev. st. annualizzata
Strumenti finanziari in portafoglio	**3,67%**	**4,78%**
ETF	**-9,02%**	**16,81%**
▸ ETF Azionari	-5,39%	22,56%
▸ ETF Commodities	-1,59%	13,16%
▸ ETF Obbligazionari	5,85%	5,42%
Liquidità	**0,78%**	**0,07%**
▸ Liquidità di cc	0,78%	0,07%
OICR	**4,73%**	**7,04%**
▸ OICR Alternativi Chiusi	-	-
▸ OICR Alternativi Liquidi	-3,18%	5,97%
▸ OICR Azionari	5,84%	10,90%
▸ OICR Commodities	0,02%	10,53%
▸ OICR Multi Asset	-0,70%	3,39%
▸ OICR Obbligazionari	4,73%	4,89%
Obbligazioni	**2,10%**	**1,49%**
▸ Obbligazioni Corporate	5,28%	2,48%
▸ Obbligazioni Governative	-0,02%	0,16%
▸ Obbligazioni Inflation	0,12%	4,51%
▸ Obbligazioni Strutturate	5,80%	2,92%
Gestioni Patrimoniali	**0,95%**	**9,50%**
▸ GPM_Benchmark	0,47%	13,46%
▸ GPM_Total Return	1,75%	3,67%
TOTALE	**3,02%**	**5,77%**

Il rendimento netto del patrimonio mobiliare per l'anno 2016, calcolato con metodo *time weighted*[1] su dati puntuali al 31 dicembre 2016, risulta positivo pari a 3,02% con una volatilità annua del 5,77%.
Il rendimento netto del patrimonio complessivo si attesta ad un +2,80% (contro +1,40% nel 2015) quale media, ponderata per i rispettivi ammontari, dei rendimenti ottenuti dalla componente mobiliare e da quella immobiliare.

La componente azionaria, in linea con l'andamento del mercato, è stata contraddistinta da rendimenti per lo più positivi seppur differenziata per esposizione geografica e settoriale; la componente obbligazionaria, invece, ha beneficiato dell'ulteriore compressione di tassi e spread, specie con riferimento alla componente societaria e di paesi emergenti.
Il rendimento annuo netto della liquidità è stato dello 0,78% mantenendosi su livelli inferiori agli anni precedenti per effetto del permanere di tassi bassi.

Gli importi complessivamente deliberati nel corso del 2016, risultano essere superiori all'ammontare previsto dal piano in quanto includono il reinvestimento di parte della componente obbligazionaria governativa dismessa nel corso del 2015.
Nel contempo è stata, altresì, portata a compimento, a seguito del recente aggiornamento da parte dell'Assemblea dei Delegati dei criteri direttivi generali ex art. 15 lett. a) dello Statuto in materia di investimenti, che ha incluso nel perimetro di fattibilità - qualora ritenuti opportuni dal Consiglio di Amministrazione - "*eventuali investimenti di lungo periodo di carattere strategico istituzionale, che non superino complessivamente il limite massimo dell'1,5% del patrimonio della Cassa risultante al 31/12 dell'ultimo bilancio approvato…*", la sottoscrizione di quote di Banca d'Italia per un valore pari ad € 75 milioni, corrispondente all'1% del capitale.

[1] La metodologia *time weighted, in linea con gli standard internazionali GIPS - Global Investment Performance Standard, consente di calcolare i rendimenti in tutti gli intervalli di tempo compresi tra due flussi di cassa successivi mantenendo la neutralità rispetto ai flussi stessi, nonché di capitalizzare i risultati sul periodo complessivo di riferimento.*

Si evidenzia che i rendimenti indicati non rappresentano il parametro utilizzabile per la quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art, 10, comma 3, del *Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale* (dal 1° gennaio 2017 art. 26, comma 13, del *Regolamento Unitario*, la cui misura viene quantificata con delibera del Consiglio di Amministrazione che determina i criteri ed i metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi, così come previsto dal comma 17 del citato articolo).

Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto a richiedere all'*advisor* di aggiornare gli indicatori di VaR[2] (*Value at Risk*) e di *Shortfall*[3], il VaR annuo del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza del 95%, è pari al 12,01%.

La metodologia di calcolo impiegata è quella del VaR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VaR al 95% indica una probabilità del 5% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore al 12,01% su un orizzonte temporale di un anno.

Come quella del VaR, anche l'analisi dello *shortfall* è stata portata avanti unicamente sul portafoglio mobiliare, non disponendo di stime di rendimento atteso e volatilità del comparto immobiliare ed è così analizzata.

3/5 anni	
1,50%	55,04%
3,50%	48,41%
4,50%	45,10%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è il 55% di probabilità di conseguire un rendimento medio annuo lordo pari o superiore ad 1,50% sull'orizzonte temporale indicato, il 48% di probabilità di raggiungere il 3,50% e il 45% di raggiungere il 4,50%.

[2] Il VaR (Value at Risk) è una misura di rischio che indica la perdita massima potenziale di un investimento, in un certo orizzonte temporale e dato con un determinato livello di confidenza.

[3] Indica la probabilità di ottenere in futuro un determinato rendimento su un orizzonte temporale di 3-5 anni (è calcolato su ipotesi statistiche, ossia sulla stima di rendimenti lordi e volatilità attesi).

Analisi dell'Asset Allocation

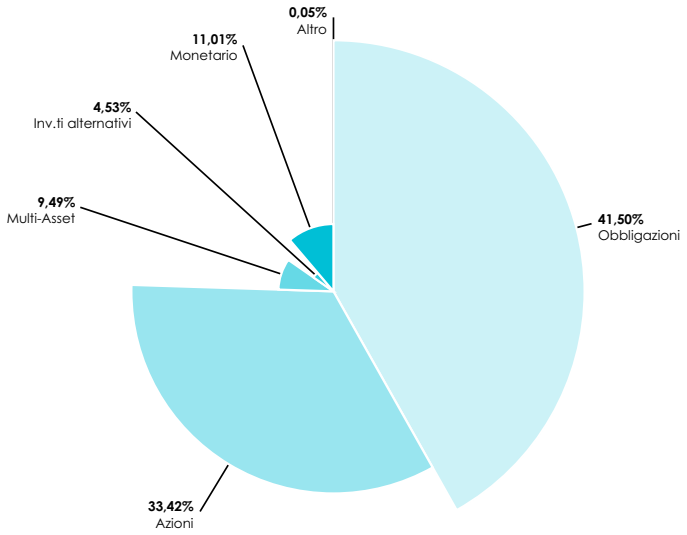
Si riporta di seguito l'analisi dell'*asset allocation* complessiva al 31 dicembre 2016.

MACRO ASSET	DESCRIZIONE	CONTROVALORE AL 31/12/2016	PESO%
	Immobili diretti (*)	370.500.000	5,70%
	Fondi immobiliari riservati	299.950.129	4,62%
	Fondi immobiliari non riservati	11.840.311	0,18%
IMMOBILI		**682.290.440**	**10,50%**
	Obbligazioni Governative	223.817.708	3,44%
	Obbligazioni Emerging Debt	211.031.868	3,25%
	Obbligazioni Inflation	219.674.046	3,38%
	Obbligazioni Corporate Inv Grade	193.628.294	2,98%
	Obbligazioni Corporate High Yield	416.288.041	6,41%
	Polizze con Sottostante Obbligazionario	60.260.402	0,93%
	Obbligazioni Strutturate	55.501.000	0,85%
	Obbligazioni Convertible	438.674.259	6,75%
	Obbligazionario Flessibile	584.106.899	8,99%
OBBLIGAZIONARIO		**2.402.982.516**	**36,98%**
	Paesi Europa Occidentale	731.867.139	11,26%
	America del Nord	541.348.894	8,33%
	Area Pacifico	132.468.451	2,04%
	Paesi emergenti	296.202.015	4,56%
	Long Short Net-Long	39.212.867	0,60%
	Long Short Market Neutral	194.430.869	2,99%
AZIONARIO		**1.935.530.234**	**29,79%**
MULTI-ASSET		**549.267.064**	**8,45%**
	Private equity	156.726.077	2,41%
	Infrastrutture	5.214.762	0,08%
	Private Debt	21.646.645	0,33%
	Energie Rinnovabili	2.182.042	0,03%
	Commodities	30.286.423	0,47%
	Hedge Funds	48.368.230	0,74%
INVESTIMENTI ALTERNATIVI		**264.424.178**	**4,07%**
	Liquidità disponibile	265.237.263	4,08%
	Liquidità impegnata mobiliare	247.629.757	3,81%
	Liquidità impegnata immobiliare	22.879.689	0,35%
	Liquidità indiretta	124.905.817	1,92%
MONETARIO (**)		**660.652.526**	**10,17%**
ALTRO		**3.042.822**	**0,05%**
TOTALE		**6.498.189.781**	**100,00%**

(*) Stima del valore di mercato degli immobili al 31/12/2016 (Fonte: REAG S.p.A.); il valore degli Immobili diretti include i cespiti destinati al conferimento all'interno del fondo immobiliare riservato Secondo RE.

(**) Il valore della liquidità non include la quota di contributi incassati nel mese di dicembre e resi investibili a partire dal mese di gennaio 2017.

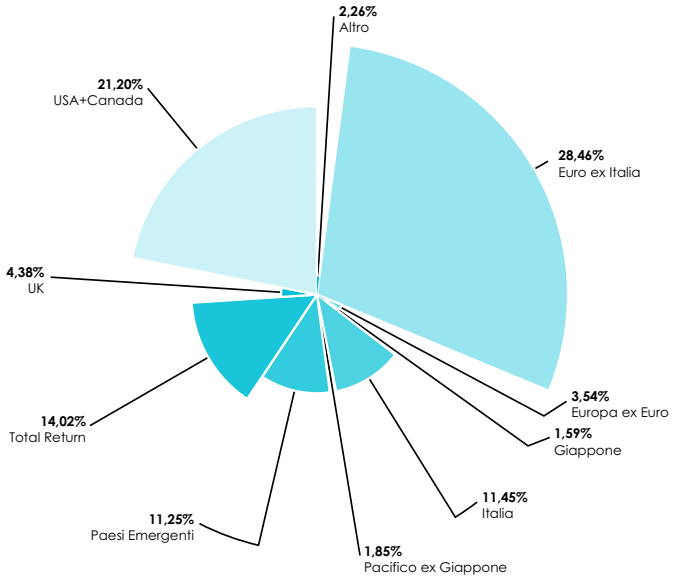
Si riporta di seguito la rappresentazione del patrimonio mobiliare classificato secondo l'esposizione a ciascuna classe di attivo che lo costituisce, precisando che tali analisi fanno riferimento alla sola allocazione del comparto esaminato (ciascuna riportata su base cento).



L'esposizione complessiva ai mercati azionari, pari al 33,42%, sostanzialmente in linea con il dato di dicembre 2015 (34,91%), evidenzia una ridotta esposizione al beta di mercato per l'ulteriore spostamento verso strategie di tipo *long-short* (*market neutral*[4]); parimenti sostanzialmente invariato risulta il peso della componente obbligazionaria (41,50% rispetto al 42,59% rilevato alla fine del 2015). In riduzione il comparto monetario che passa dal 14,16% all'11,01%. Gli investimenti *Multi Asset (total return)* incidono per il 9,49% (7,16% a fine 2015): l'incremento è frutto della realizzazione del piano di impiego 2016 e della trasformazione di un mandato.
La categoria investimenti alternativi, ampliata nell'universo in cui è investita, pesa per il 4,53% (rispetto all'1,16% del 2015), in aumento per effetto dei richiami di capitale effettuati nell'anno da parte dei fondi chiusi sottoscritti ante 2016 e dei nuovi investimenti in strategie alternative liquide. Rientrano in "Altro" principalmente strumenti derivati, impiegati nell'ambito delle gestioni patrimoniali o dai gestori degli OICR detenuti al fine di copertura o efficientamento del portafoglio.

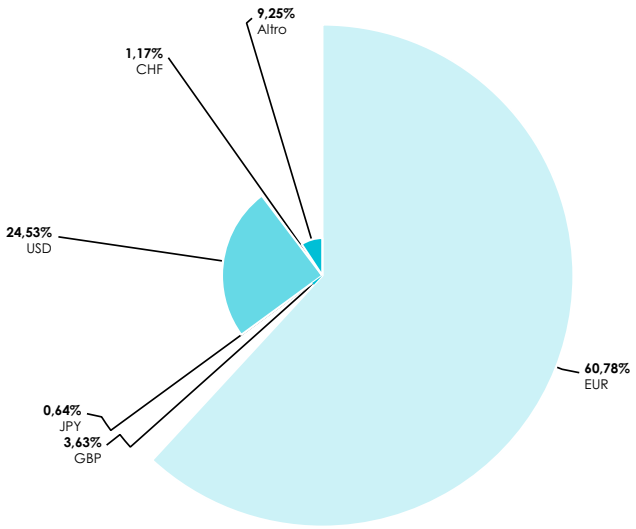
[4] Il *Market neutral*: strategia long-short che, potendo assumere sia posizioni lunghe che posizioni corte, punta all'azzeramento del Beta e quindi alla neutralità dell'andamento dei rendimenti del portafoglio rispetto a quello del mercato.

A livello geografico, il patrimonio mobiliare è rappresentabile come segue[5]:

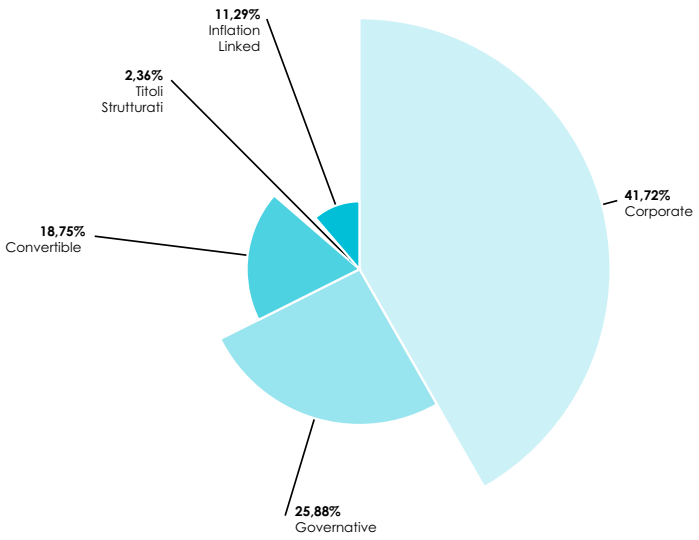


La ripartizione geografica evidenzia valori sostanzialmente in linea con quelli dell'anno precedente, fatte salve una diminuzione dell'esposizione al mercato domestico (da 16,24% a 11,45%), per effetto della riduzione dell'esposizione al comparto governativo italiano, ed un incremento della componente Nord America, per effetto degli investimenti nel comparto governativo americano indicizzato all'inflazione.
L'analisi dell'esposizione valutaria evidenzia ancora la preponderanza del peso dell'euro (60,78%), seppur in ulteriore diminuzione rispetto allo scorso anno (67,42%), ed un significativo incremento del peso del dollaro americano, passato dal 17,22% al 24,53% (le cause risiedono in quanto citato con riguardo all'esposizione geografica).
Rimane sostanzialmente invariata (7,18% vs 7,26%) l'esposizione alle valute dei paesi emergenti, contenute nella voce "Altro", mentre subisce una leggera riduzione l'esposizione alla sterlina (3,63% vs 4,18%), che ha risentito dell'effetto svalutazione *post Brexit*.

[5] Si noti come la categoria *Total Return* includa gli OICR *long-short market neutral*, gli OICR alternativi liquidi *(Hedge Funds)*, gli OICR e le gestioni patrimoniali *total return (multi asset)*, gli investimenti in fondi chiusi di *private equity* realizzati attraverso fondi di fondi.



Si riporta di seguito la ripartizione del comparto obbligazionario per tipologia di emissione[6].

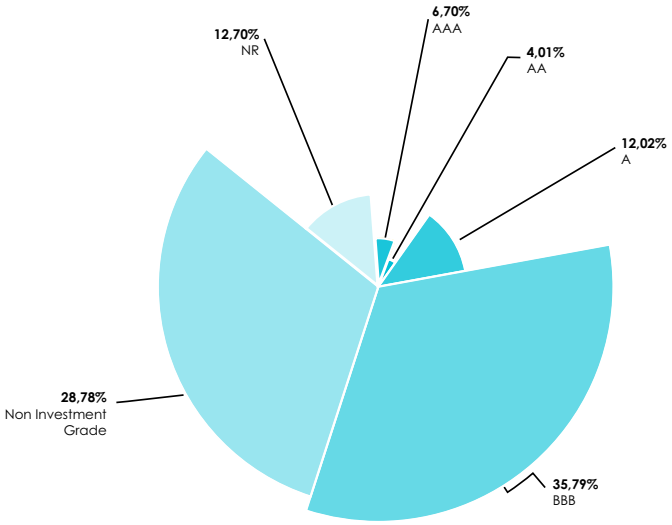


Al 31 dicembre 2016 il peso delle obbligazioni governative risulta in diminuzione al 25,88% (dal 31,65% del 2015), mentre è in aumento quello delle *corporate* (dal 34,94% al 41,72%); come segnalato in precedenza, tali variazioni sono conseguenza della riduzione dell'esposizione obbligazionaria direzionale derivante dalla vendita, nel corso del 2016, di titoli governativi italiani, invero sia nominali che indicizzati all'inflazione. Sostanzialmente invariati i pesi delle componenti *convertible*, *inflation linked* e dei titoli strutturati.

[6] Si noti come la ripartizione del comparto obbligazionario per tipologia di emissione tenga conto dei *constituents* effettivi dei fondi presenti all'interno della *sub asset class* Obbligazionario Flessibile.

La ripartizione del portafoglio obbligazionario per *rating* evidenzia come circa il 59% dello stesso sia impiegato in strumenti aventi merito creditizio *Investment Grade* (*rating* pari o superiore a BBB-): dall'analisi emerge inoltre come la classe di *rating* BBB costituisce il 36% circa degli investimenti obbligazionari.
A livello di singola classe di *rating*, aumenta rispetto al 2015 il peso della classe AAA (dal 2,97% al 6,70%), mentre diminuisce quello della classe BBB, per la vendita di titoli governativi italiani sopra citata. La componente *Non Investment Grade* e NR aumentano come conseguenza delle scelte di allocazione adottate dai gestori di fondi obbligazionari flessibili.

Si riporta di seguito la rappresentazione grafica.



Al 31 dicembre 2016 la *duration* media di portafoglio risulta in leggera diminuzione rispetto a quella dell'anno precedente (1,8 contro 1,9 rilevato a fine 2015).

Piano di impiego della liquidità

Le linee guida approvate dall'Assemblea Delegati di novembre 2015 per il piano degli investimenti finanziari, prevedevano l'impiego di € 500 milioni destinati alla componente mobiliare che, in conformità con il budget, sono stati ripartiti tra i diversi comparti.
Come illustrato nella tabella seguente, nel corso del 2016 gli investimenti della Cassa si sono focalizzati su:

- strategie flessibili e titoli legati all'inflazione, con riferimento al comparto obbligazionario;
- strategie di tipo *long-short* (*market neutral* – strategie a beta ridotto o nullo) con riferimento al comparto azionario;
- strategie *multi asset* flessibili con obiettivo di rischio *ex-ante* e ritorno assoluto;

- strategie di investimento nel comparto alternativo mediante strutturazione del portafoglio di *private equity*, *private debt* e *infrastrutture* ed inserimento nel portafoglio della Cassa delle componenti *Hedge Funds* e *Commodity*.

	Importo a budget (mil di €)	Importi deliberati (mil di €)	
Comparto obbligazionario	**200**	**200**	
Strategie flessibili del tipo a ritorno assoluto ed esposizione verso titoli legati all'inflazione		150	*strategia unconstrained*
		50	*strategia global inflation linked bond*
Comparto azionario	**70**	**70**	
Strategie che puntino a contenere i rischi di perdita massima e di volatilità (ad es. di tipo long-short)		70	*Long Short Market Neutral*
Comparto Multi-Asset	**50**	**50**	
Strategie flessibili con obiettivo di ritorno assoluto a scopo di delegare parte della gestione tattica dell'A.A.		50	*strategia Multi-Asset*
Comparto alternativo	**180**	**180**	
Private Equity e altre forme di investimento che offrano un upside di rendimento e/o una decorrelazione in caso di scenari negativi		70	*Private Equity/Venture*
		10	*Private Debt*
		20	*Infrastrutture*
		50	*Hedge Funds*
		30	*Commodities*
TOTALE A BUDGET MOBILIARE	**500**	**500**	

Gli importi complessivamente deliberati nel corso del 2016 risultano essere superiori all'ammontare previsto dal piano in quanto ricomprendono il reinvestimento di parte della componente obbligazionaria governativa dismessa nel corso del 2015.

IL PATRIMONIO IMMOBILIARE

Nel rinviare ai dati ed alle informazioni esposte nella Nota Integrativa, il patrimonio immobiliare dell'Ente, iscritto nelle immobilizzazioni materiali, è costituito da 36 immobili - al netto dei 7 in via di conferimento al nuovo Fondo Immobiliare riservato chiuso *secondo RE*, come più avanti specificato - dislocati sul territorio nazionale, prevalentemente al centro-nord, per una superficie lorda complessiva pari a 257.000 metri quadrati (inclusa la sede) per un valore complessivo di mercato, al 31 dicembre 2016, di circa € 350 milioni, stimato dalla REAG S.p.A., primaria multinazionale indipendente del settore.

Sul piano reddituale i ricavi da gestione del patrimonio immobiliare, al netto dei riaddebiti ai conduttori, sono risultati pari a € 14,4 milioni, riferibili per il 62% al segmento commerciale, per il 23% a quello industriale e, per il residuo 15%, ad immobili ad uso residenziale.

Rapportando il differenziale del totale dei canoni di locazione meno i costi direttamente attribuibili al Patrimonio Immobiliare (quali manutenzione ordinaria, oneri di gestione, costo del lavoro e imposte) al totale del valore lordo del Patrimonio, calcolato a valori di libro ed escludendo l'immobile adibito a sede dell'Ente, si ottiene l'indicazione della redditività netta che per l'anno 2016 è stata pari a 1,01% (1,13% nel 2015).
Per un'analisi di alcuni indicatori gestionali sul Patrimonio si rimanda all'apposito commento in Nota Integrativa sezione Immobilizzazioni Materiali.

Nel corso del 2016 l'attività di gestione del Patrimonio Immobiliare ha visto il perdurare della fase di riqualificazione e valorizzazione. E' continuata la capillare opera di commercializzazione degli spazi *vacant* con il supporto di diversi operatori *site* specializzati nel settore delle rilocazioni.

Nel corso dell'esercizio la Cassa è stata impegnata in molteplici progetti volti a valorizzare il patrimonio ai fini della sua messa a reddito.

Da febbraio 2016, dopo l'importante intervento di manutenzione e riqualificazione, l'immobile di Torino in via Bligny è stato interamente locato ad un partner operante nel settore delle strutture ricettive per studenti universitari.

A settembre 2016 è stato dato avvio all'importante intervento di conversione in struttura ricettiva alberghiera dell'immobile di Roma in Via Torino 45 precedentemente destinato ad uso uffici. Le opere, attualmente in corso, sono svolte a carico di un importante gruppo operante nel campo alberghiero con il quale la Cassa ha siglato un contratto di locazione 9+9 che prevede la messa a reddito dello stabile a partire dal 2018.

Fondo primo RE

Il Fondo comune di investimento riservato chiuso, denominato "primo RE", costituito nel 2004 da parte di Prelios SGR S.p.A. a seguito della strategia dell'Ente di diversificazione dei rischi ed in alternativa alla gestione diretta, nel 2016 ha visto il suo secondo anno di piena operatività. Di seguito si riportano le principali attività di gestione del Fondo nell'esercizio 2016.

Con riferimento all'immobile sito a Milano in Via Silvio Pellico n. 4, già nel patrimonio del Fondo a fine 2014 e oggetto di un importante intervento di conversione in struttura ricettiva alberghiera durato 15 mesi con un investimento pari a circa € 11,0 milioni, si segnala che l'11 marzo

2016 ha avuto inizio l'attività alberghiera. Dopo solo pochi mesi dall'apertura, con l'insegna Room Mate Giulia, facente parte della catena alberghiera internazionale *Room Mate Hotels*, a significare l'elevata qualità dell'investimento, la struttura è costantemente classificata nelle primissime posizioni in termini di gradimento sui principali siti web di riferimento del settore turistico (tra i quali si segnala "*Booking.com*") per quanto riguarda la capitale meneghina.

In data 3 agosto 2016 è stato acquistato ad un prezzo complessivo pari ad € 10,6 milioni l'immobile sito a Milano in Via Mauro Macchi n. 38-40. L'immobile ha una superficie complessiva di circa 4.300 mq ed è quasi interamente locato a tre conduttori. Il principale conduttore, per circa il 65% della superfice totale, è rappresentato dalla società Sigest S.p.A. (importante operatore nel settore dell'intermediazione immobiliare).

Il 25 novembre 2016 è stato comprato l'immobile sito a Roma in Via Tiburtina n. 965 per un prezzo complessivo pari ad € 27,0 milioni. La superficie lorda è di circa 24.000 mq (oltre circa 10.000 mq di aree esterne) ed è interamente locato alla società Telespazio S.p.A. del gruppo Leonardo-Finmeccanica.

In data 1 dicembre 2016 il Fondo ha presentato un'offerta vincolante per l'acquisto al prezzo di € 18,0 milioni di un complesso immobiliare sito a Roma in Via Arno n. 64. L'immobile ha una superficie lorda di circa 3.500 mq (oltre circa 370 mq di aree esterne), ed è interamente locato alla società Enel Italia s.r.l. del gruppo Enel.

Per quanto attiene ai principali numeri del Fondo, l'esercizio 2016 ha registrato un risultato netto pari a € 6.088.287, distribuito nella misura di € 6.002.100 alla Cassa.
L'investimento nel Fondo fa registrare un tasso di rendimento lordo, riferito al capitale richiamato nel corso del 2016 ed impiegato per l'acquisto di immobili a reddito, pari a circa il 5%.

Fondo secondo RE

I risultati conseguiti con il Fondo "primo RE", sempre nell'ottica della diversificazione degli investimenti, hanno indotto la Cassa alla costituzione di un nuovo Fondo immobiliare riservato chiuso ad apporto misto, denominato "*secondo RE*".
La procedura aperta ex art. 55 del D. Lgs. n. 163/2006 e s.m.i. indetta a fine 2015 per la selezione di una Società di Gestione del Risparmio deputata alla costituzione e gestione di un fondo immobiliare chiuso riservato alla Cassa ad apporto misto è stata definitamente assegnata il 28 giugno 2016 ad InvestiRE SGR S.p.A..
Al Fondo secondo RE saranno conferiti sette immobili di proprietà dell'Ente (iscritti nell'attivo circolante al 31 dicembre 2016), provenienti dalle precedenti gestioni pubbliche, ante privatizzazione, con l'obiettivo di riqualificarli e valorizzarli, ed una liquidità iniziale di € 100 milioni. Il valore di previsione massima di conferimento del fondo, in regime di facoltà per la Cassa, al pari di quanto fatto per il fondo "primo RE", è pari ad € 300 milioni.

CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

PRINCIPALI NORME IN MATERIA DI LIMITI DI SPESA, INVESTIMENTI, SPENDING REVIEW

Con riferimento agli immobili, la Cassa tiene conto delle disposizioni normative in materia di operazioni di acquisto e vendita degli stessi e di utilizzo delle somme rivenienti dall'alienazione degli immobili o delle quote di fondi immobiliari (ex art. 8, comma 15, del citato decreto legge n. 78). Deve, peraltro, essere considerato che il decreto legge n. 112/2008 e l'art.8, comma 15 bis del citato decreto legge n. 78/2010, hanno escluso l'applicabilità agli Enti di previdenza privatizzati di alcune specifiche disposizioni.

In materia di *spending review*, per l'anno 2016 vi sono ancora da considerare gli effetti delle disposizioni introdotte dal decreto legge n. 95 del 6 luglio 2012 (convertito dalla legge n. 135 del 7 agosto 2012). L'articolo 8, comma 3, di tale decreto prevede, infatti, che gli Enti di previdenza siano interessati dalla riduzione, con effetto dall'esercizio 2012, di specifiche voci di "costi intermedi". Tale norma ha previsto, tra l'altro, in modo espresso, che "*gli enti e gli organismi anche costituiti in forma societaria, dotati di autonomia finanziaria, che non ricevono trasferimenti dal bilancio dello Stato adottano interventi di razionalizzazione per la riduzione della spesa per consumi intermedi in modo da assicurare risparmi corrispondenti alle misure indicate nel periodo precedente (5,0% nell'anno 2012, 10,0% nel 2013 e, ad opera dell'art. 50 c. 3 del D.L. 66/2014 convertito dalla Legge 23 giugno 2014, n. 89, 15% a decorrere dal 2014, "della spesa sostenuta per consumi intermedi nell'anno 2010"); le somme derivanti da tale riduzione sono versate annualmente ad apposito capitolo dell'entrata del bilancio dello Stato entro il 30 giugno di ciascun anno*".
La Cassa, utilizzando quale parametro per l'individuazione dei "consumi intermedi" rilevanti ai fini dell'applicazione della menzionata norma la circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 5 del 2 febbraio 2009 (in particolare l'allegato A), ha determinato, in unità di euro, rispettivamente, per l'anno 2012 in € 196.432 il 5,0%, per l'anno 2013 in € 392.864 il 10,0% e, per gli anni 2014-2015-2016, in € 589.297, il 15,0% dei costi sostenuti per "consumi intermedi" nel bilancio d'esercizio dell'anno 2010.

A tale ultimo proposito, si rappresenta che in data 25 giugno 2014 la CNPADC, *senza prestare acquiescenza*, ha esercitato la facoltà prevista dall'art. 1, co. 417 della L. 27 dicembre 2013, n. 147, e s.m.i., provvedendo pertanto a corrispondere, il 30 giugno 2014, il 30 giugno 2015 ed il 28 giugno 2016, ad apposito capitolo del bilancio dello Stato, un importo annuale pari al 15% dei "consumi intermedi" 2010 (589.297 in unità di euro).
Tale disposizione sostituisce tutta la normativa vigente in materia di contenimento della spesa pubblica, incluso l'art. 8, comma 3 del Decreto Legge 95/2012, convertito dalla Legge 135/2012. L'esercizio di tale facoltà, nonché il conseguente versamento dell'importo sopra citato, non costituisce acquiescenza, anche con riferimento all'appello promosso dinanzi al Consiglio di Stato avverso la sentenza del TAR Lazio - Roma, Sez. III, 18 giugno 2013, n. 6103, restando pertanto immutato l'interesse della CNPADC alla ripetizione di quanto indebitamente versato.

Ritenendo, infatti, che le disposizioni in oggetto e le loro concrete modalità applicative si pongano in aperto contrasto con l'autonomia gestionale, organizzativa e contabile espressamente riconosciuta anche alla CNPADC dal D. Lgs. 30 giugno 1994, n. 509, nonché, più in generale, con i principi di rilevanza costituzionale di proporzionalità e ragionevolezza, la Cassa ha impugnato nelle sedi competenti la Circolare n. 28 del 7/9/2012, emanata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato, Ispettorato Generale di Finanza e la Nota prot. n. 13406 del 21 settembre 2012, emanata dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, Direzione Generale per le Politiche Previdenziali, ed ogni altro atto avente lo stesso oggetto successivamente emanato, ivi incluse le circolari n. 31 del 2012 e n. 2 del 5 febbraio 2013, emanate dai medesimi Ministeri.

Al contempo si è provveduto, in data 28 settembre 2012, 28 giugno 2013, 30 giugno 2014, 30 giugno 2015 e 28 giugno 2016, al versamento degli importi sopra individuati ad apposito

capitolo dell'entrata dello Stato secondo le modalità fissate dalla norma, con l'espressa avvertenza che detti versamenti erano effettuati con riserva di ripetizione dell'indebito e senza che ciò costituisse acquiescenza.

Il TAR - Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, con la sentenza N. 06103/2013 del giugno 2013, ha respinto il ricorso con motivazioni ritenute giuridicamente non condivisibili. Alla luce di ciò, la Cassa ha valutato tutti i possibili rimedi da esperire, ivi inclusa la proposizione di appello dinanzi al Consiglio di Stato che è stato depositato in data 7 febbraio 2014. A tal proposito, si segnala che il Consiglio di Stato, con Ordinanza n. 02756/2015, ha sospeso il giudizio, ordinando la trasmissione immediata degli atti alla Corte Costituzionale, avendo rilevato "*ragioni di non manifesta infondatezza della questione di legittimità costituzionale dell'art. 8, comma 3, D. L. 6 luglio 2012 n. 95, conv. in L. 7 agosto 2012 n.135, con riferimento alle norme della predetta disposizione… per violazione degli artt. 2, 3, 23, 35, 36, 38, 53, 97 Cost.*", nella parte in cui si impone alle Casse, in forza della loro inclusione nell'Elenco Istat delle "pubbliche amministrazioni", di riversare risparmi di spesa al bilancio dello Stato.

Per scrupolo di completezza, si rappresenta che la Corte Costituzionale, con sentenza n. 7/2017 ha dichiarato "*l'illegittimità costituzionale dell'art. 8, comma 3, decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95 (Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini nonché misure di rafforzamento patrimoniale delle imprese del settore bancario), convertito con modificazioni dall'art. 1, comma 1, della legge 7 agosto 2012, n. 135, nella parte in cui prevede che le somme derivanti dalle riduzioni di spesa ivi previste siano versate annualmente dalla Cassa nazionale di previdenza ed assistenza per i dottori commercialisti ad apposito capitolo di entrata del bilancio dello Stato*".

Essendo stata tale sentenza pubblicata in G.U.R.I. in data 18 gennaio 2017, gli effetti della declaratoria d'incostituzionalità non sono riflessi sul bilancio 2016, resta impregiudicata la facoltà della CNPADC di agire per il recupero delle somme in precedenza versate.

La Cassa, inoltre, ha effettuato, come nel precedente esercizio, la riduzione del valore facciale del *ticket restaurant* per effetto dell'applicazione della normativa in materia di spending review (art. 5, comma 7, decreto legge 95/2012) che, con decorrenza dal 1° ottobre 2012, ha ridotto il valore nominale unitario dei buoni pasto da 11,25 a 7,0 in unità di euro.

La Cassa, infine, osserva quanto disposto dall'art. 5, comma 8, del decreto legge 95/2012, convertito dalla Legge 135/2012.

REVISIONE DEL BILANCIO DI ESERCIZIO

Il bilancio di esercizio è assoggettato a revisione contabile (ex art.2.3 del D. Lgs. 509/1994 e 33.4 dello Statuto). A seguito dell'espletamento di procedura aperta di selezione, il servizio di revisione contabile dei bilanci per gli esercizi 2014 - 2015 - 2016 è stato affidato alla Società KPMG spa per un corrispettivo annuo di € 22.000 (IVA esclusa).
L'incarico prevede anche, a maggior tutela della Cassa e dei suoi Associati - pur non essendone obbligata - lo svolgimento di almeno tre verifiche periodiche annuali (in aggiunta agli interventi previsti per la revisione del bilancio di esercizio) della regolare tenuta della contabilità e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili.

CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

VERIFICA EX ART. 6, COMMA 4, DEL D.M. 29 NOVEMBRE 2007

L'art. 6, comma 4, del decreto ministeriale del 29 novembre 2007, stabilisce che "gli Enti sono tenuti a verificare annualmente che le risultanze del bilancio consuntivo siano in linea con quelle tecnico-finanziarie, fornendo chiarimenti sui motivi degli eventuali scostamenti registrati". A tal fine, la tabella seguente, redatta in milioni di euro, riporta le risultanze della verifica effettuata tra le principali poste del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 e quelle del bilancio tecnico redatto a novembre 2015 (proiezioni 2015-2064) dal professionista Attuario della Cassa.

DESCRIZIONE	BILANCIO 31/12/2016	BILANCIO TECNICO (PROIEZIONE SPECIFICA)	BILANCIO TECNICO (PROIEZIONE STANDARD)	SCOSTAMENTO % RISPETTO A BT (PROIEZIONE SPECIFICA)	SCOSTAMENTO % RISPETTO A BT (PROIEZIONE STANDARD)
Contributo soggettivo	432.174	410.372	411.109	5,3%	5,1%
Contributo integrativo	293.207	269.774	258.757	8,7%	13,3%
Altri contributi (*)	38.941	25.072	25.072	55,3%	55,3%
Trattamenti pensionistici (**)	260.894	256.784	256.817	1,6%	1,6%
Trattamenti assistenziali	12.399	9.102	9.102	36,2%	36,2%
Patrimonio netto (***)	7.249.449	7.083.984	7.075.939	2,3%	2,5%

(*) La voce include tirocinanti, ricongiunzioni, riscatti e solidarietà.
(**) La voce è esposta escludendo l'accantonamento al fondo pensioni maturate e non deliberate.
(***) La voce è esposta al lordo del fondo ammortamento immobili e del fondo oscillazione titoli.

Dall'esame della tabella non si evincono significativi scostamenti, considerando che la voce "Altri contributi", presenta una differenza, peraltro a favore del consuntivo, percentualmente rilevante rispetto alla singola classe di entrate.
Il valore del Patrimonio Netto al 31 dicembre 2016 rappresentato in tabella, per analogia con le assunzioni del bilancio tecnico, è al lordo del fondo ammortamento immobili (€ 40,9 ml) e del fondo oscillazione titoli (€ 268,0 ml) a tale data.

Lo scostamento registrato sul fronte dei ricavi (maggiori quelli consuntivati rispetto a quelli stimati) testimonia la prudenza delle ipotesi poste a base delle proiezioni attuariali mentre quello consuntivato, seppur minimo, sul fronte degli oneri pensionistici, deriva anche dal maggior ricorso agli istituiti del riscatto e della ricongiunzione (si rimanda al commento della Nota Integrativa per la voce A-1 Contributi a carico degli Iscritti) rispetto a quanto ipotizzato nel bilancio tecnico-attuariale, che si ricorda sono il frutto di proiezioni basate sui dati consuntivati a fine 2014. L'effetto del fenomeno dei riscatti e delle ricongiunzioni, peraltro caratterizzato da una forte aleatorietà legata alla valutazione individuale degli iscritti, risulta accumulato dall'ampiezza dell'intervallo intercorrente tra le date di riferimento del Bilancio Consuntivo e del Bilancio Tecnico.

GESTIONE DEL RISCHIO

Premesso che la Cassa è un Ente di diritto privato che non esercita attività commerciale e che, come tale, ha delle peculiarità di "*business*" tipiche di un'Associazione e non di una Società, nel suo modello organizzativo ha verificato, per quanto applicabili tali tipi di analisi, i fattori di rischio che possono incidere sulla sua capacità di operare in continuità.
I principali rischi rilevati sono stati i seguenti:

- di continuità operativa, documentati nel *Business Continuity Management Plan*;
- sulla sicurezza dei dati, analizzati nel Documento Programmatico sulla Sicurezza;
- reati del D. Lgs. 231/2001, documentati nel MOG.

Si rimanda al paragrafo "Organizzazione e *Governance*" per maggiori dettagli.

Per quanto attiene ai rischi finanziari, ed in particolare ai "ricavi" di esercizio che consistono, per la gran parte, nei contributi versati dagli Associati in forza di legge, la Cassa ritiene che essi siano a basso o quantomeno trascurabile impatto, in considerazione sia della numerosità della popolazione dei suoi Associati, sia della sua costante crescita.
Tale convinzione è suffragata anche dai vari bilanci tecnici, ad orizzonte almeno quarantennale, nel tempo redatti da Attuari incaricati dalla Cassa, le cui proiezioni rassicurano l'Ente e la sua popolazione di riferimento.
Di seguito si riporta una sintesi in formato tabellare dell'analisi di gestione del rischio effettuata.

TIPO DI RISCHIO	ESPOSIZIONE	EVENTI	SENSITIVITÀ POSTE CONTABILI	AZIONI
Credito	Bassa	Insolvenza degli Associati/Conduttori	Bassa	Procedure coattive di recupero crediti (ruoli Equitalia)
Liquidità	Trascurabile	Crisi sistema bancario nazionale/ Rischio Paese	NA	NA
Cambio	NA	NA	NA	NA
Tasso di interesse	NA	NA	NA	NA
Prezzo	NA	NA	NA	NA

Il rischio di liquidità legato alla mancata capacità di far fronte agli impegni previdenziali viene classificato come "trascurabile" in quanto sussistono le seguenti condizioni:

- dimensioni del patrimonio: l'attuale entità del patrimonio è in grado di coprire circa 26 annualità di prestazioni;
- i flussi contributivi di ciascun anno risultano regolari e tali da garantire annualmente la copertura integrale delle prestazioni dovute;
- la giacenza di liquidità viene mantenuta su livelli utili a coprire quantomeno le prestazioni relative ad 1 annualità (in media la liquidità disponibile è stata in grado di coprire circa 4 annualità).

Riguardo all'ultimo punto è stata, altresì, valutata la recente introduzione delle norme europee sul cosiddetto *bail in* (provvedimento UE che impone nuove regole per il salvataggio delle banche in crisi). Tale provvedimento mira a evitare che il costo di un eventuale salvataggio gravi sui contribuenti e sul deficit dello Stato aggredendo, invece, le risorse private secondo un determinato ordine: i primi soggetti ad essere chiamati a rispondere sono gli azionisti men-

tre per ultimi, con probabilità di accadimento molto contenute, rispondono i correntisti (con la salvaguardia della somma di € 100.000 delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese). In disparte le considerazioni giuridiche circa l'aggredibilità o meno, ai fini della salvaguardia del sistema bancario, del debito di un sistema pensionistico nei confronti dei liberi professionisti propri iscritti, vale comunque la pena di evidenziare come la Cassa, soggetta al Codice degli Appalti nella selezione degli istituti bancari con i quali opera, presti attenzione - per quanto nelle sue possibilità - al grado di solidità ed affidabilità di tali istituti. L'attuale modello in essere prevede, peraltro, la presenza di due diversi soggetti sebbene, in forza del sopracitato Codice, in linea di principio lo stesso soggetto potrebbe vedersi aggiudicare entrambi gli affidamenti. Tale modello consente una ragionevole rapidità nel trasferimento della liquidità, nel caso in cui dovessero emergere indicatori di criticità tali da ritenere opportuno tale trasferimento.
Resta in ogni caso ferma la valutazione, effettuata dalla Cassa tempo per tempo, pur in presenza di tassi sul mercato al momento ben poco appetibili e sempre tenendo conto del profilo di rischio del soggetto proponente, di ulteriori eventuali opportunità di investimento, volte all'impiego temporaneo della liquidità.

Per quanto attiene al patrimonio investito in strumenti finanziari l'Ente si è dotato di puntuali Procedure di definizione dell'*Asset Allocation*, di selezione, gestione e monitoraggio. Per un'analisi dettagliata si rimanda all'apposita sezione "Il patrimonio mobiliare".

EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

Il bilancio, riportato nel prosieguo di questo documento, completo dei suoi allegati, che viene sottoposto all'approvazione dell'Assemblea, si chiude con un avanzo da destinare alle Riserve per la Previdenza e per l'Assistenza superiore ai 511 milioni di Euro, confermando il trend di continua crescita patrimoniale del nostro Ente.

Tale evidenza, originata dalla coesistenza di positivi fondamentali previdenziali, è anche l'effetto di una costante attenzione della CNPADC a garantire primariamente la sostenibilità di lungo periodo, fattore chiave per potersi impegnare nella qualificata erogazione dei servizi per gli associati, per accompagnare il loro percorso professionale con le tutele che ad essi vanno assicurate, per favorire lo sviluppo dell'attività lavorativa soprattutto per le coorti più giovani.

Tali affermazioni trovano puntuale conferma nella comparazione dei dati del bilancio civilistico, con quelli rinvenienti dai Bilanci Tecnici; valori questi che, da una parte evidenziano la prudenza posta a base delle valutazioni di lungo periodo e, d'altro canto, l'attento monitoraggio di tutte le voci di costo e ricavo attraverso una costante ricerca di efficienza gestionale.

È indubbio che il 2017 vedrà impegnata la Cassa a proseguire nel lavoro di continuo miglioramento del proprio operare, grazie alla dimostrata capacità di accompagnare i rilevanti cambiamenti che investono la nostra società convinti che la capacità di anticipare strutturalmente tali fenomeni rappresenti la vera forza del nostro Ente. In tale ottica, confidiamo in una proficua collaborazione con il Consiglio Nazionale e i Consigli degli Ordini locali, nonché con le associazioni di categoria, certi che solo attraverso un'azione congiunta si possa favorire la continua crescita della nostra professione.

Non potrà mancare il confronto con il mondo della politica e del Governo, nella consapevolezza che il particolare momento di incertezza "elettorale" non avvantaggia la definizione di una interlocuzione programmatica. In tale contesto sarà fondamentale l'impegno dell'AdEPP cui non far mancare tutto il nostro apporto propositivo.