



**prometeia**  
advisor sim

Siria  
1 ottobre 2009

*Il rendimento obiettivo:  
un fattore cruciale per la  
sostenibilità  
dei bilanci trentennali*

# quale rendimento obiettivo per la previdenza?

**Andrea Nanni**

## riservatezza

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti. Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia Advisor Sim.

copyright © 2009 prometeia advisor sim

## agenda

- 1 | rendimento obiettivo delle diverse realtà previdenziali
- 2 | rendimento, rischio di Bilancio e asset allocation
- 3 | advisory: strumenti e metodologie innovative
- 4 | conclusioni
- 5 | Prometeia Advisor Sim: chi siamo

## le diverse realtà previdenziali | obiettivi e rischi

	CASSE 509	CASSE 103	FONDI PENSIONE PREESISTENTI	FONDI PENSIONE NEGOZIALI E PREESISTENTI
CALCOLO DELLA PRESTAZIONE	PRESTAZIONE DEFINITA	CONTRIBUZIONE DEFINITA	PRESTAZIONE DEFINITA	CONTRIBUZIONE DEFINITA
CRITICITA'	SOSTENIBILITA'	ADEGUATEZZA (SOSTENIBILITA')	SOSTENIBILITA'	ADEGUATEZZA
VARIABILE OBIETTIVO	PIENA CAPITALIZZAZIONE	PIENA CAPITALIZZAZIONE	PIENA CAPITALIZZAZIONE	TASSO DI SOSTITUZIONE (TS)
OBIETTIVO DI RENDIMENTO	<b>Inflazione</b> + spread di equilibrio del piano (se raggiungibile)	<u>CONTO INDIVIDUALE</u> <b>Inflazione</b> + PIL reale <u>CONTO PENSIONI</u> Inflazione + 1,5%*	<b>Inflazione</b> + spread di equilibrio del piano (se raggiungibile)	MAX TS $TS = \frac{\text{prestazione}}{\text{ultimo reddito}}$
CARATTERISTICHE	il mantenimento della sostenibilità, misurato attraverso il monitoraggio del livello di capitalizzazione prospettico, <b>si raggiunge sempre attraverso un indicizzazione degli obiettivi di rendimento all'inflazione</b>			Poiché l'ultimo reddito è funzione dell'inflazione, <b>l'unico rendimento utile è quello reale</b>

# quale rendimento obiettivo per la previdenza?



- ⇒ Distinzione tra tipologia del piano pensionistico: prestazione definita (DB) o contribuzione definita (DC)
- ⇒ DB: trade - off tra sostenibilità del piano di breve e lungo periodo
- ⇒ DC: massimizzazione del tasso di sostituzione di ogni singolo iscritto

## obiettivo di rendimento nel lungo termine | le casse 509

- ⇒ Le casse 509 sono in larga parte finanziate con il sistema a **ripartizione**
- ⇒ Perché il regime a ripartizione sia in equilibrio è necessario che i contributi dei lavoratori e i redditi percepiti dai pensionati siano in pareggio
- ⇒ Se la condizione demografica non aiuta a mantenere l'equilibrio è necessario rendere **più efficiente il processo di gestione degli investimenti**
- ⇒ Finché il saldo previdenziale è positivo, è necessario **investire sui mercati la contribuzione netta** alla ricerca di un rendimento che supporti il futuro **pagamento delle prestazioni**

### QUALE RENDIMENTO NEL MEDIO LUNGO TERMINE?

- ⇒ Il calcolo della retribuzione pensionabile dipende dai **redditi rivalutati** percepiti dagli iscritti durante il periodo contributivo e sono per definizione **funzione dell'inflazione realizzata e dallo spread di crescita della categoria**
- ⇒ Il rendimento di medio lungo termine, meglio se calcolato sulla base di un'ipotesi **conservativa sui nuovi aderenti**, verrà, pertanto, espresso nei seguenti termini:

▪ **Rendimento obiettivo = inflazione + spread di equilibrio attuariale**

## obiettivo di rendimento nel lungo termine | le casse 103

- ⇒ Focalizzare l'obiettivo di rendimento di una cassa 103 **sulla media mobile del PIL nominale** significa considerare l'obiettivo di rendimento della popolazione attiva
- ⇒ Nel bilancio, tuttavia, oltre al Conto Individuale esiste un Conto Pensione nel quale vengono fatti confluire i montanti degli iscritti al momento del pensionamento

- **Conto individuale:** ha come obiettivo quello di conservare e incrementare i montanti contributivi individuali
- **Conto Pensione:** ha come obiettivo quello conservare e difendere dall'inflazione i montanti pensionistici

**Rendimento obiettivo**

Inflazione + PIL reale

Inflazione + 1.5%\*

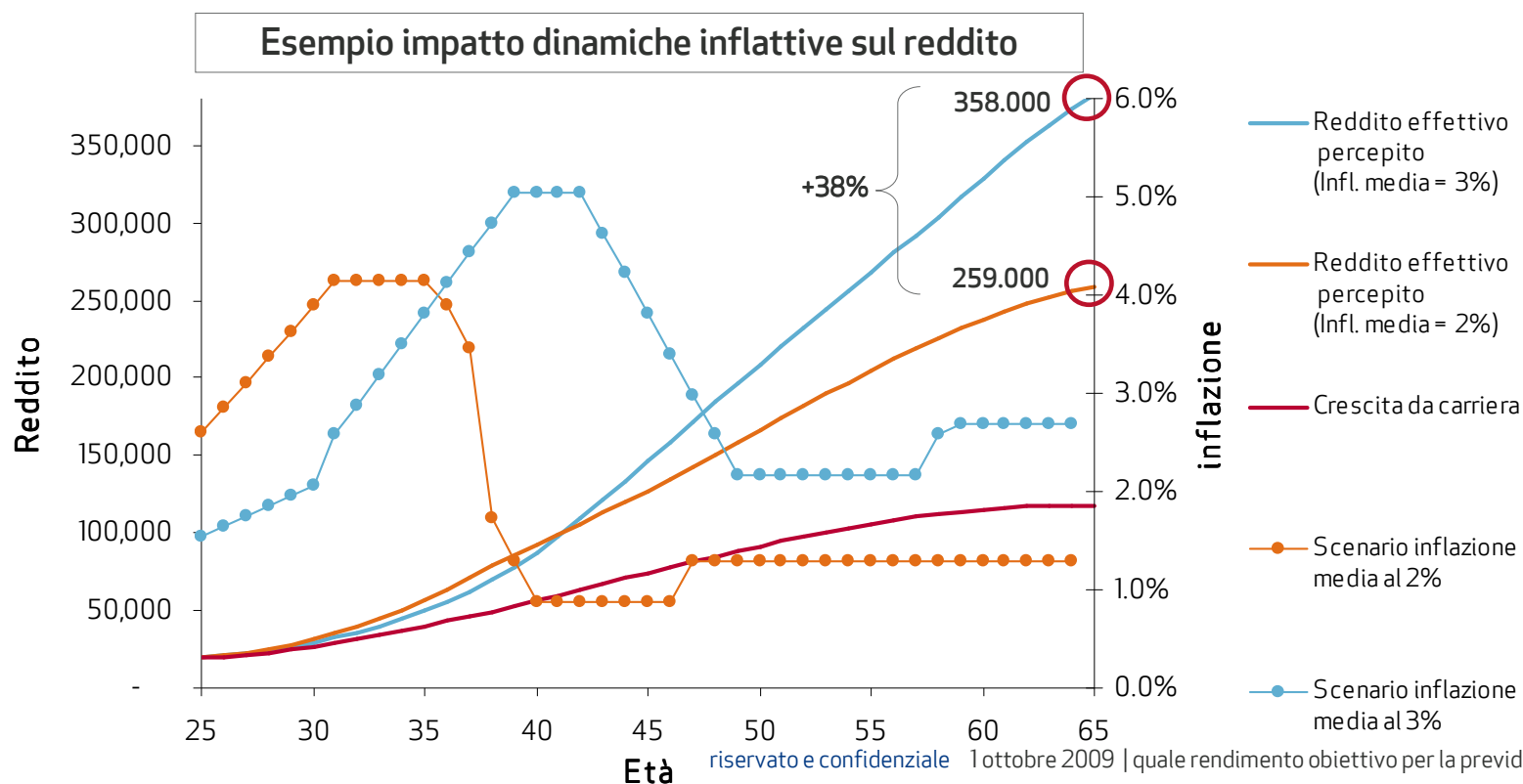
\* Tasso tecnico implicito nei coefficienti di trasformazione che esprime il rendimento reale garantito al montante pensionistico

- ⇒ La normativa di bilancio impone la rivalutazione annuale dei contributi versati relativi al Conto Individuale ad un tasso che prevede la **totale indicizzazione all'inflazione**
- ⇒ L'obiettivo di rendimento del Conto Pensione, implicito nel coefficiente di trasformazione e nella regola di indicizzazione delle pensioni, sebbene non trovi evidenza esplicite in bilancio, mostra ancora una **dipendenza diretta dall'inflazione**

quale rendimento obiettivo per la previdenza?

## obiettivo di rendimento nel lungo termine | il caso di un fondo pensione

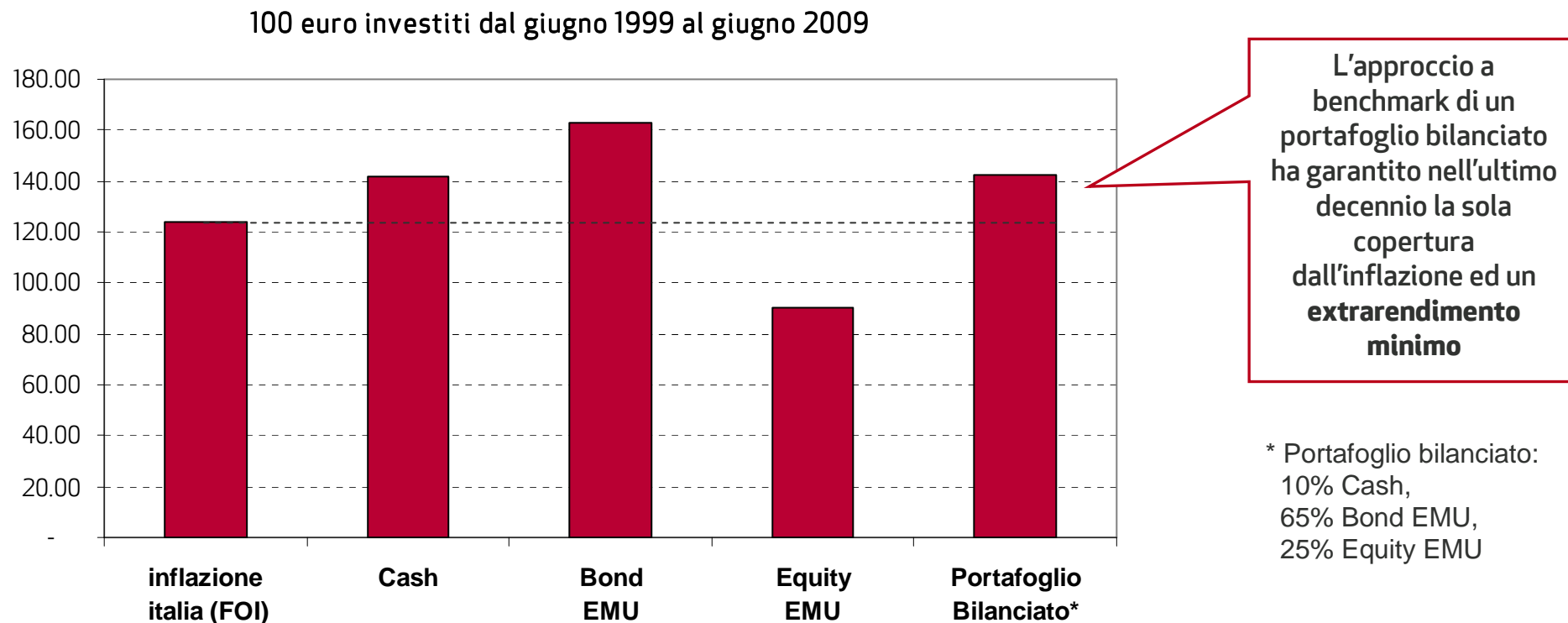
- La *mission* socio-economica del secondo pilastro è integrare l'assegno pensionistico di primo pilastro al fine di garantire un tenore di vita decoroso durante la vecchiaia
- Il livello di "integrazione" può essere misurato attraverso il **tasso di sostituzione**, aggiuntivo rispetto al primo pilastro obbligatorio, che il Fondo garantisce all'iscritto
- Poiché il **tasso di sostituzione è calcolato come percentuale dell'ultimo reddito**, il quale a sua volta dipende anche dall'inflazione realizzatasi durante la vita lavorativa dell'iscritto, il rendimento obiettivo del Fondo dovrà necessariamente essere un **rendimento reale**





## inflazione storica e rendimenti nominali

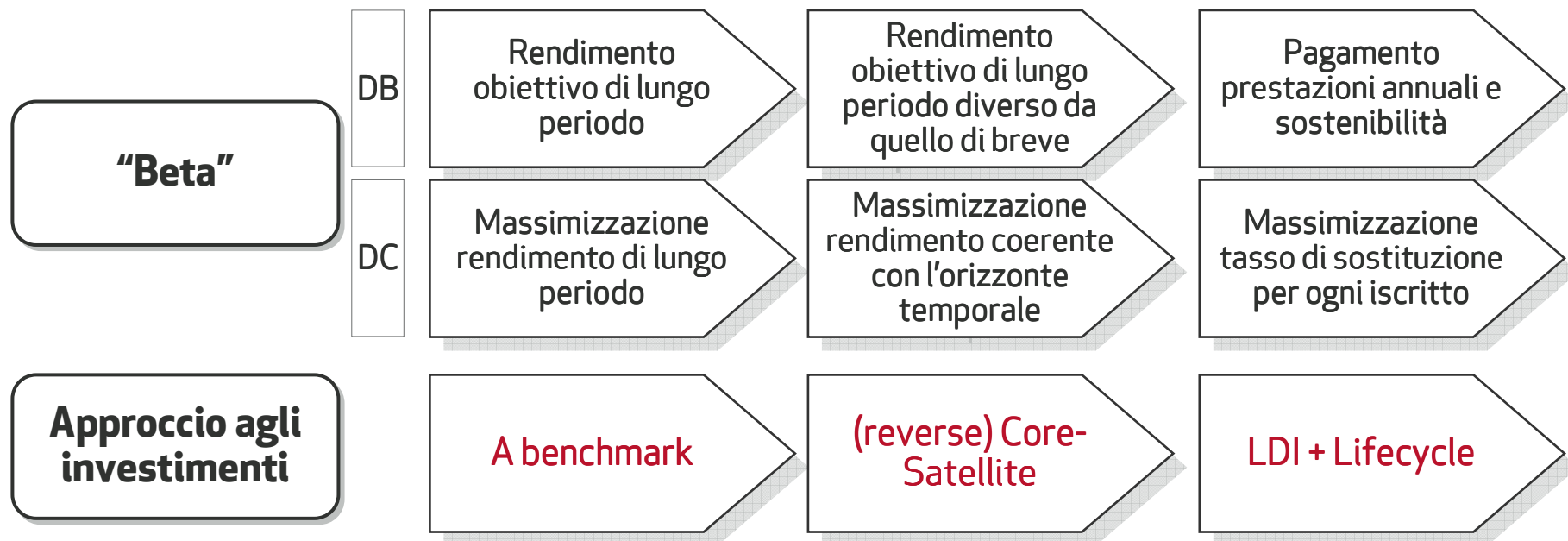
- ⇒ Nel medio termine si ritiene generalmente che le classi di attivo tradizionali superino l'inflazione
- ⇒ Gli ultimi 10 anni non confortano la tesi e mostrano che il timing degli investimenti è decisivo



**Tramite il supporto dell'ALM è sempre possibile governare il trade off tra la ricerca di un extrarendimento e la stabilità di bilancio**

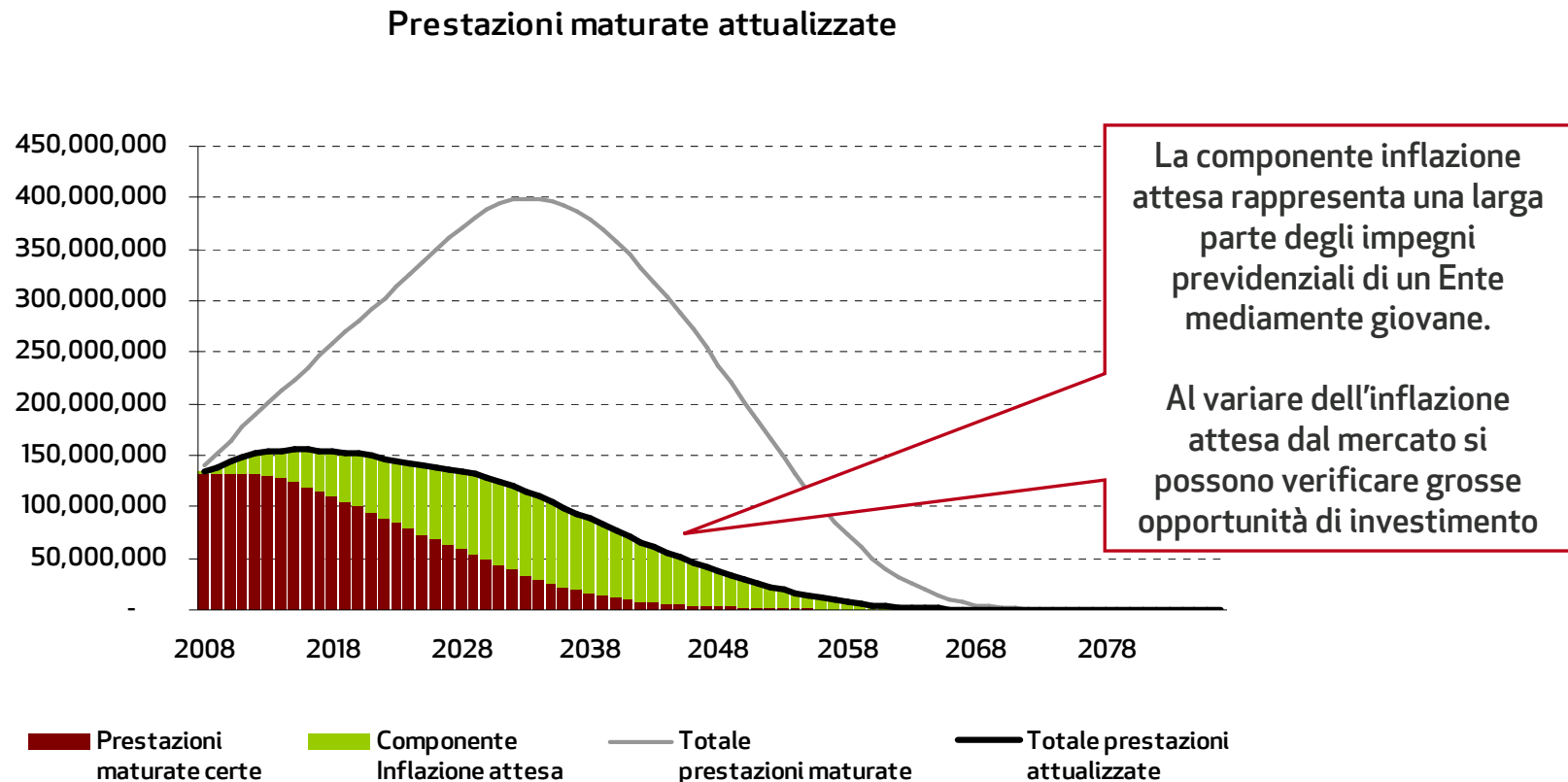
## dal rendimento obiettivo nel lungo termine al nuovo "beta"

- ⇒ L'innovazione in ambito di metodologie di asset allocation nasce dalle specifiche esigenze di diversi soggetti i cui obiettivi sono stati analizzati in precedenza
- ⇒ Un comune denominatore tra tutte le metodologie è la necessità di considerare anche gli impegni, in una logica LDI
- ⇒ La capacità di replicare la "L", ovvero il "beta" di ogni Investitore previdenziale, negli anni è aumentata grazie alla sofisticazione di strumenti e applicativi informatici



## analisi "di mercato" delle passività

⇒ L'analisi di ALM permette di misurare le **caratteristiche del passivo in una logica di mercato**, al fine di rendere possibile l'integrazione dei flussi previdenziali con i fattori di rischio presenti sui mercati finanziari



**Per replicare i rischi ed ottenere adeguati rendimenti a copertura di un profilo di passività la classica teoria del portafoglio non è sufficiente**

## verso un asset allocation LDI

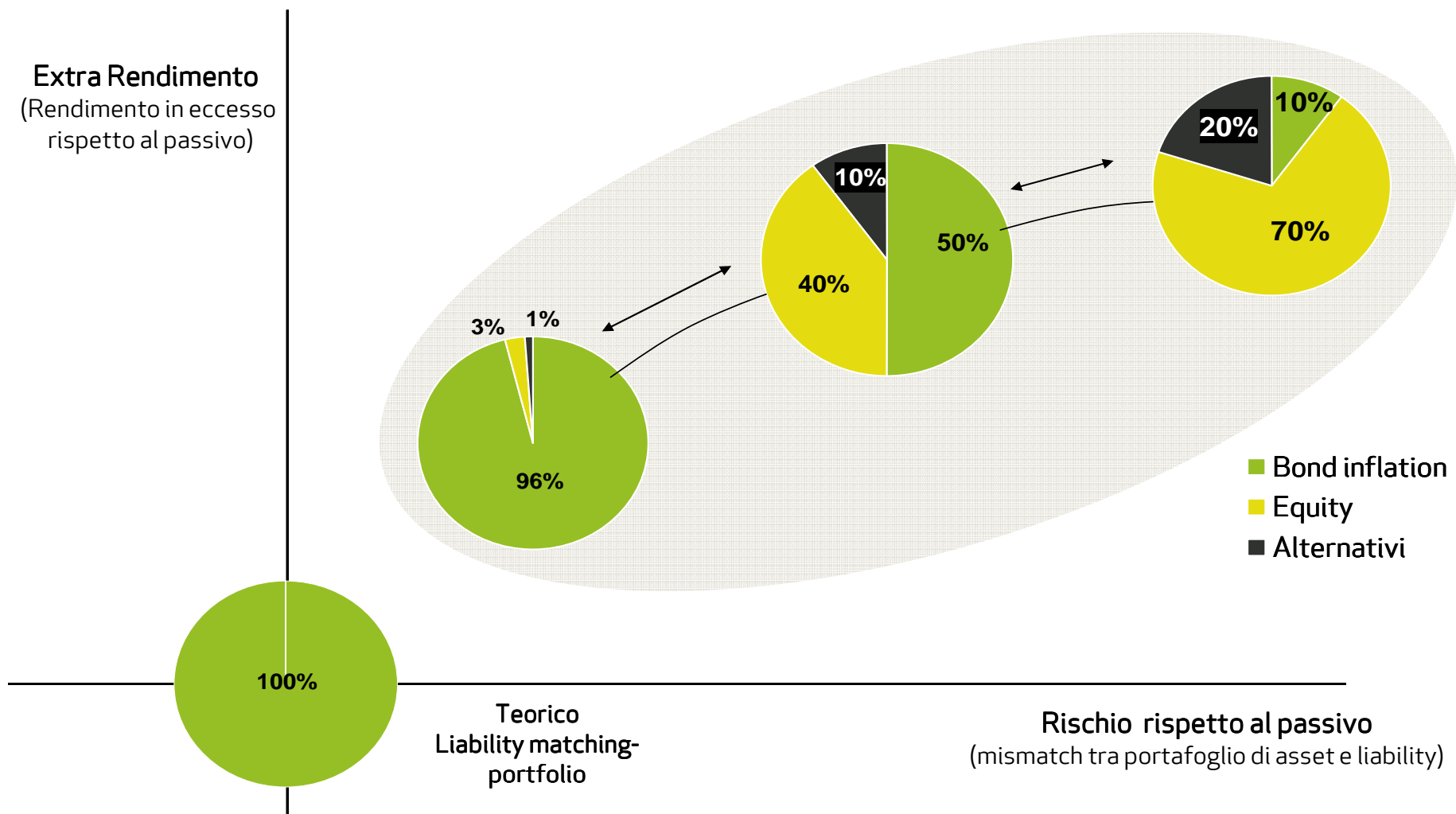
- Lo schema concettuale media-varianza “alla Markovitz” è corretto in una gestione asset only (personal financial planning) in cui l’investitore non abbia impegni dal lato passivo del bilancio
- In qualsiasi caso di “consulenza alla gestione del bilancio” non possiamo affermare che un portafoglio sia meno rischioso di un altro solo perché meno volatile senza avere prima analizzato gli effettivi rischi del passivo

### QUALE SOLUZIONE PER IMPLEMENTARE UN’ASSET ALLOCATION COERENTE CON IL PASSIVO DI BILANCIO?

- È necessario introdurre un nuovo benchmark che replichi il comportamento dei **fattori di rischio** del lato passivo del bilancio (**liability benchmark portfolio**)
- In questo modo il benchmark del patrimonio sarà tarato sui rischi presenti nella struttura delle passività, diverse a seconda del bilancio in esame (**beta di bilancio**)

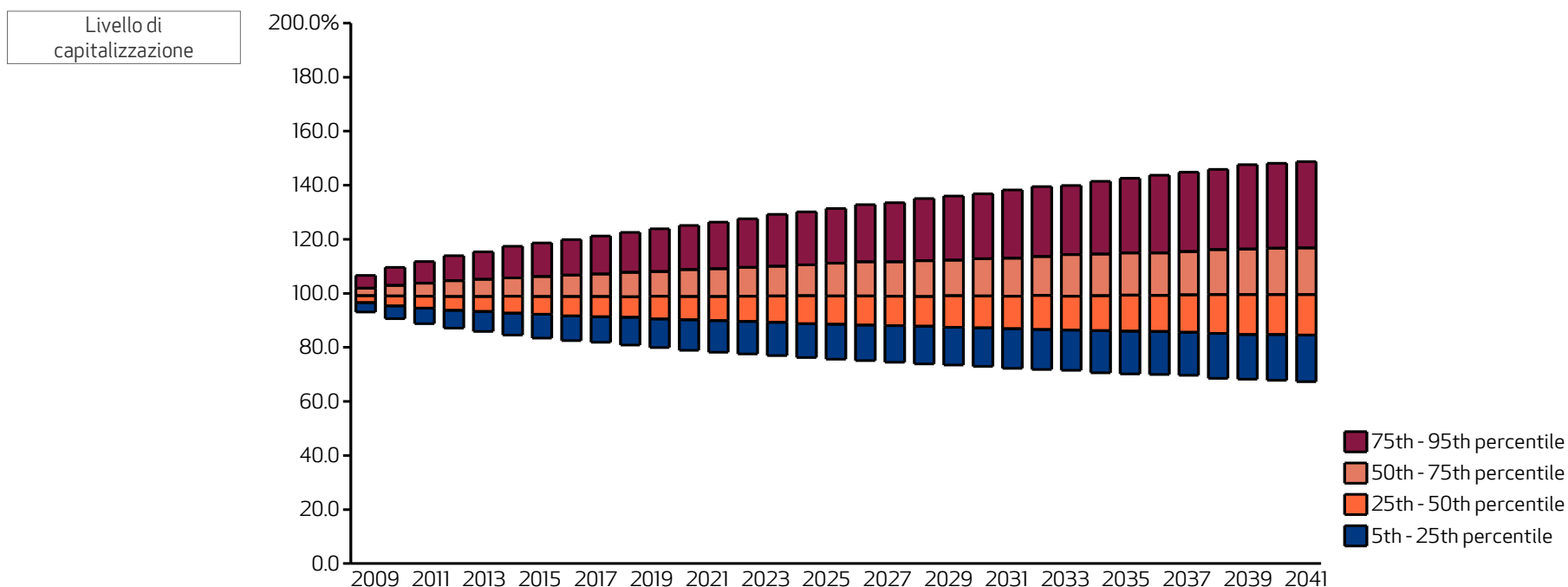
**Anche in un approccio LDI esiste il trade-off tra immunizzazione dei rischi di Bilancio e rendimento dell’attivo, soprattutto quando il piano non è in equilibrio: ogni scostamento dal profilo di rischio individuato (beta di bilancio) dovrà generare un extra-rendimento (alpha di bilancio)**

# frontiera efficiente: LDI



## strategia di lungo periodo | la distribuzione del livello di capitalizzazione attesa

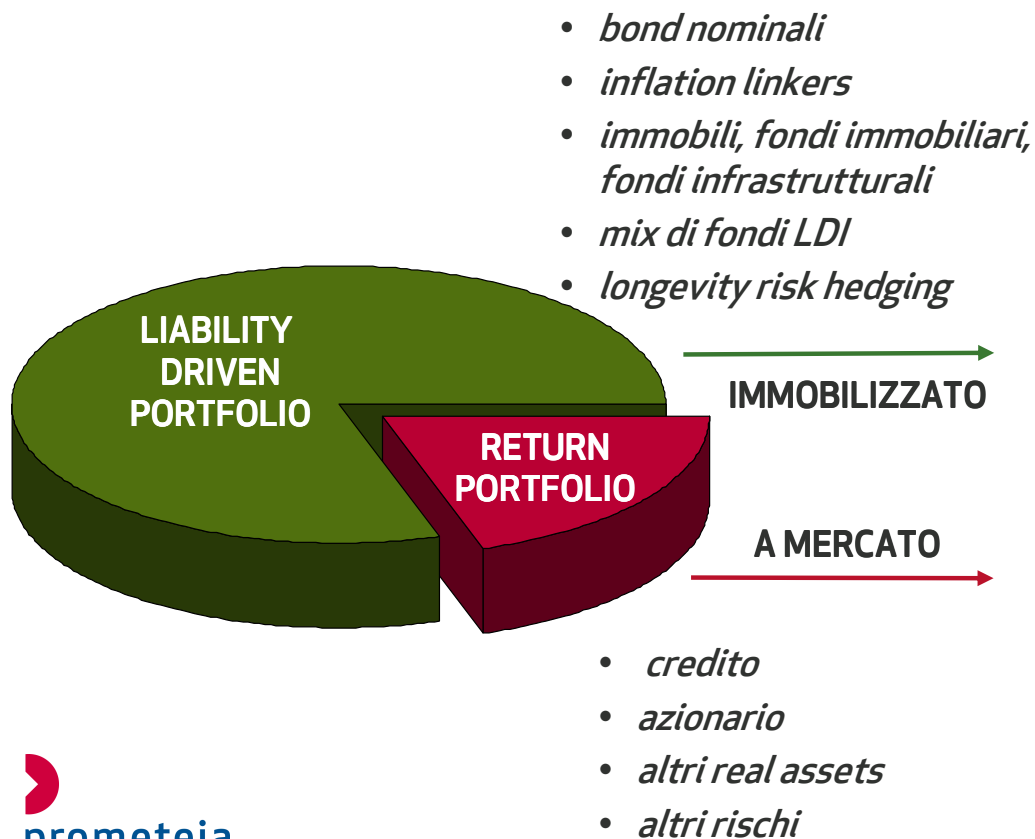
- Dopo avere analizzato il profilo delle passività (L) da cui deriva il rendimento reale di equilibrio e definito un set di classi di attivo all'interno della nuova frontiera efficiente (A), è necessario dotarsi di uno strumento di management (M) che permetta di monitorare in modo integrato attivo e passivo proiettando probabilisticamente l'evoluzione attesa del livello di capitalizzazione



**Tale strumentazione rappresenta un valido supporto manageriale per gli Organi tecnici e decisionali degli Enti di Previdenza, previa la dotazione di processi, risorse e competenze adeguate**

## il patrimonio in logica LDI

- L'analisi di ALM permette di identificare il rendimento obiettivo e la misurazione dei rischi
- Il passo successivo prevede l'implementazione di una strategia di bilancio che permetta la coerenza con gli obiettivi di medio lungo termine riducendo la volatilità annuale



### OBIETTIVI

#### BREVE TERMINE

Massimizzare e stabilizzare il tasso di crescita reale del patrimonio

#### LUNGO TERMINE

Replicare il profilo dei flussi per prestazioni e i rischi in essi impliciti

Minimizzare il rischio di abbattimento del rendimento reale nel breve termine

Generare extra rendimento rispetto al portafoglio di replica del passivo

# LDI per un Fondo Pensione | esempio

Diverse situazioni di partenza portano a differenziare gli obiettivi ed il profilo di rischio

- Integrazione 1° pilastro (45-enne):

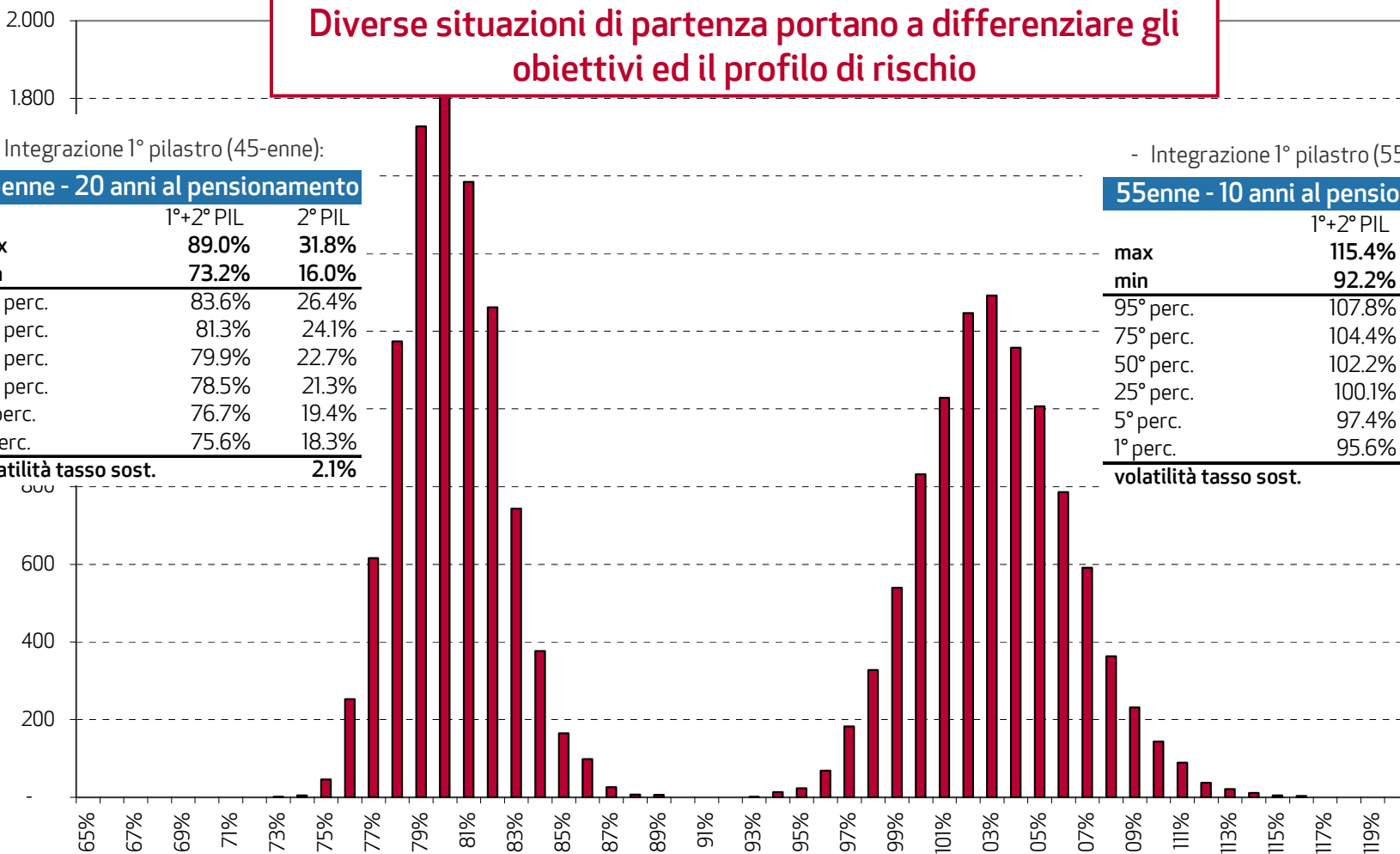
**45enne - 20 anni al pensionamento**

	1°+2° PIL	2° PIL
<b>max</b>	<b>89.0%</b>	<b>31.8%</b>
<b>min</b>	<b>73.2%</b>	<b>16.0%</b>
95° perc.	83.6%	26.4%
75° perc.	81.3%	24.1%
50° perc.	79.9%	22.7%
25° perc.	78.5%	21.3%
5° perc.	76.7%	19.4%
1° perc.	75.6%	18.3%
<b>volatilità tasso sost.</b>		<b>2.1%</b>

- Integrazione 1° pilastro (55-enne):

**55enne - 10 anni al pensionamento**

	1°+2° PIL	2° PIL
<b>max</b>	<b>115.4%</b>	<b>52.7%</b>
<b>min</b>	<b>92.2%</b>	<b>29.5%</b>
95° perc.	107.8%	45.2%
75° perc.	104.4%	41.8%
50° perc.	102.2%	39.6%
25° perc.	100.1%	37.5%
5° perc.	97.4%	34.7%
1° perc.	95.6%	33.0%
<b>volatilità tasso sost.</b>		<b>3.2%</b>

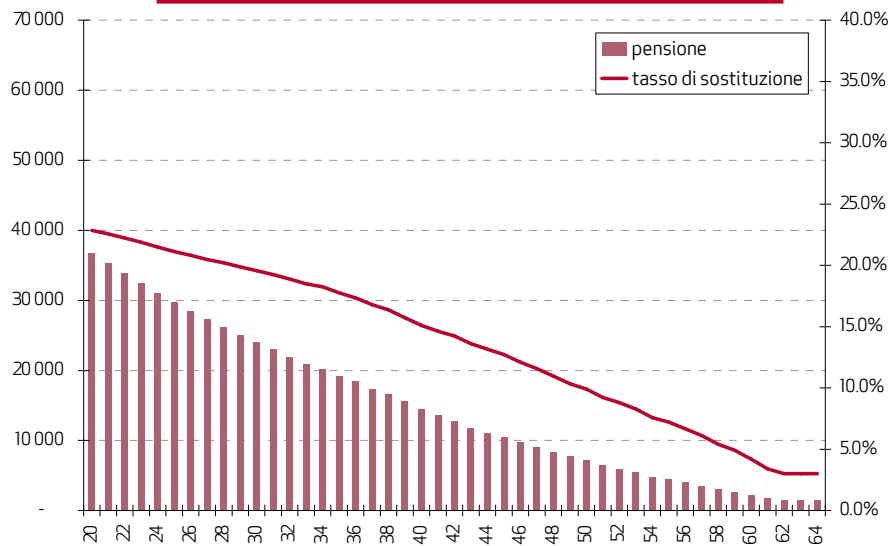




# LDI per un Fondo Pensione | esempio

Tassi di sostituzione della popolazione attuale (per età)

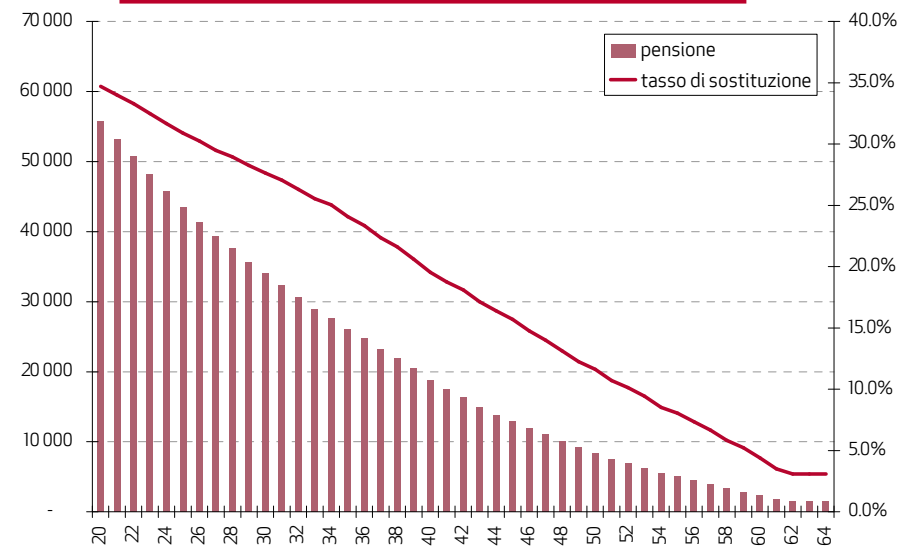
**ipotesi inflazione+1%**



- a valori attuali l'assegno pensionistico di un giovane, dopo 43 anni, sarà molto superiore a quello di un attuale 65enne
- il tasso di sostituzione per il primo sarà appena inferiore al 23%, contro il 3% circa del secondo
- questo dipende principalmente dal deficit attualmente esistente per coloro che aderiscono al fondo da più anni

Tassi di sostituzione della popolazione attuale (per età)

**ipotesi inflazione+2%**



- incrementare dell'1% reale la redditività del patrimonio equivale ad un aumento superiore **al 10% del tasso di sostituzione** (34% circa contro il 23% circa per un ventenne)



## LDI per un Fondo pensione | punti aperti

- Criteri di valorizzazione dell'attivo patrimoniale: il **costo storico** per alcune limitate classi di attività (es. bond governativi e sovranazionali denominati in euro e con rating almeno pari a quello dello Stato italiano) come possibile accorgimento per la **mitigazione dell'impatto dei rischi di mercato sul tasso di sostituzione**
- Comparto Garantito (il ritorno del DB!): rendimenti monetari al netto del costo del capitale della Compagnia assicurativa?
- **Prodotti previdenziali di tipo assicurativo**: costosi ma più efficaci per raggiungere gli obiettivi previdenziali (vedi PIP)?
- Come temperare il mark to market e la completa delega di gestione? Il **risk overlay finanziario in ottica di protezione** da shock di mercato (tail risk hedging)
- Il **life-cycle**: strumento di marketing o elemento decisivo per il raggiungimento del tasso di sostituzione obiettivo? Modelli teorici e modalità di implementazione nella realtà italiana
- Multicomparto, life-cycle, frazionamento dei contributi, flessibilità: **necessità di strumenti e risorse per erogare consulenza agli iscritti**

## conclusioni

- Una volta adeguatamente finanziato, il rendimento obiettivo di **piani pensionistici a prestazione definita**, assimilabile al controllo costante della sostenibilità di medio-lungo periodo, necessita di un set di metodologie, strumentazione (anche in outsourcing) e governance focalizzati **sull'asset & liability management (ALM)**: l'advisor finanziario deve fornire non solo generico supporto agli investimenti ma tutto il know-how e le metodologie per una corretta implementazione del modello **ALM-LDI**
- Il rendimento obiettivo dei **piani pensionistici a contribuzione definita**, espresso in termini reali, massimizza il **tasso di sostituzione di ogni singolo iscritto**; l'obiettivo, sfidante soprattutto a normativa vigente, richiede la stima dei bisogni previdenziali degli iscritti ed una proposta di investimento multi-comparto integrata da un servizio di consulenza focalizzata sulla **logica life-cycle**
- L'advisor finanziario deve assistere il piano pensionistico **non solo nella revisione della propria offerta** ma anche nella **predisposizione dei contenuti e processi di consulenza da erogare ai propri iscritti**

chi siamo

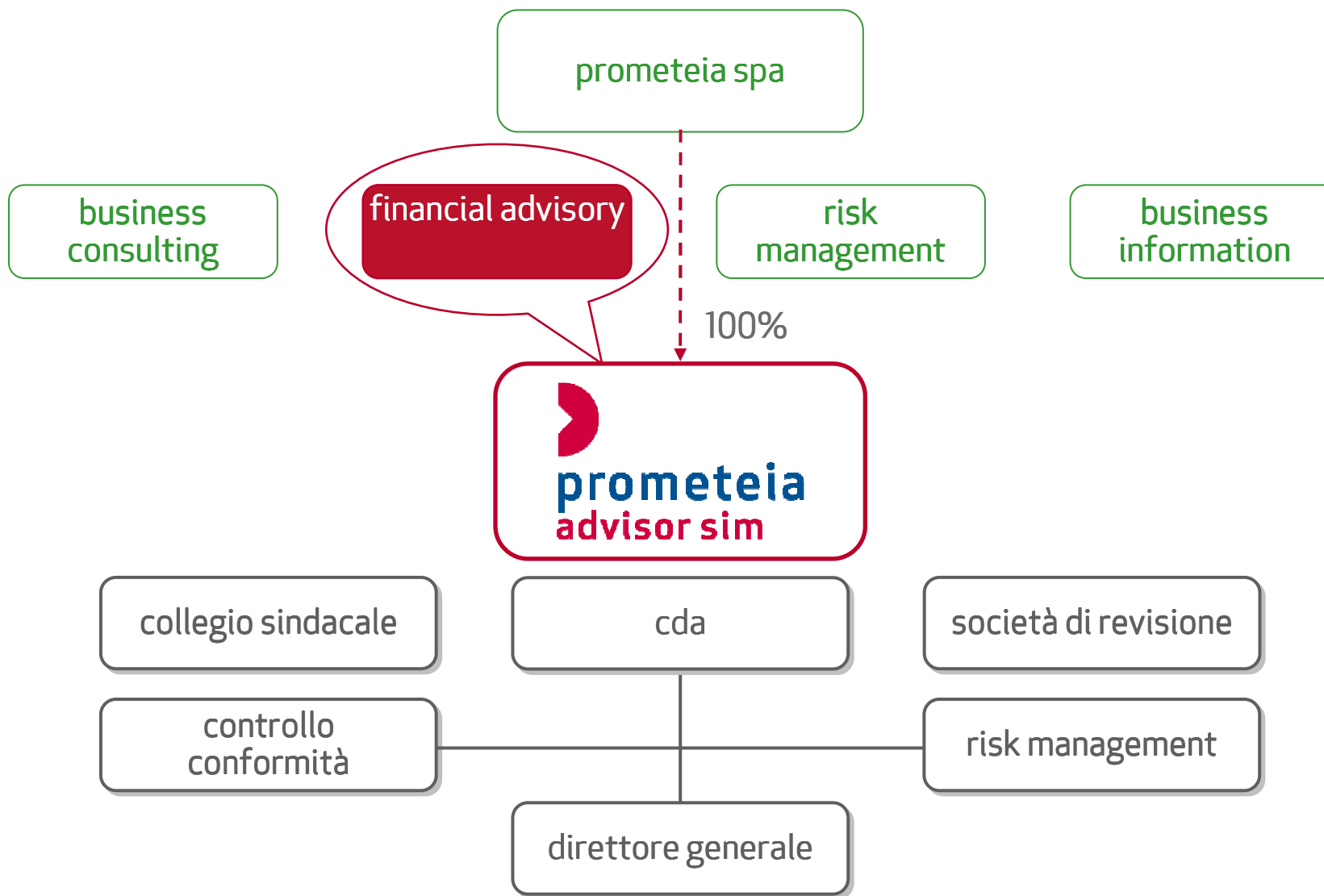
# gruppo prometeia



- istituzione leader per l'**analisi** e la **ricerca economica**
- un gruppo di ricercatori altamente specializzati, opera in connessione con organizzazioni di pari prestigio a livello sia nazionale che internazionale
  - rappresenta ufficialmente l'italia nel progetto "link"
  - membro A.I.E.C.E. (association of european conjuncture institutes)
  - collabora con altri istituti di ricerca europei (EBCA e iniziative EUROFRAME) nella produzione congiunta di previsioni indipendenti per l'unione europea e gli stati membri
- fondata nel 1981, è ora una delle principali **società di consulenza in italia**
- circa 290 professionisti (consulenti, ingegneri finanziari, statistici, economisti, ecc.) che offrono servizi di business consulting, sistemi it e outsourcing a primarie istituzioni finanziarie, imprese industriali e istituzioni pubbliche
- creata nel 2006, fornisce **servizi di consulenza finanziaria** ad investitori istituzionali quali fondazioni bancarie, fondi pensione, family office, società e HNWI
- tra i servizi offerti: sistemi di asset allocation e asset & liability management, performance-risk attribution e measurement, supporto per decisioni strategiche

chi siamo

# prometeia advisor sim | esperienza e competenza



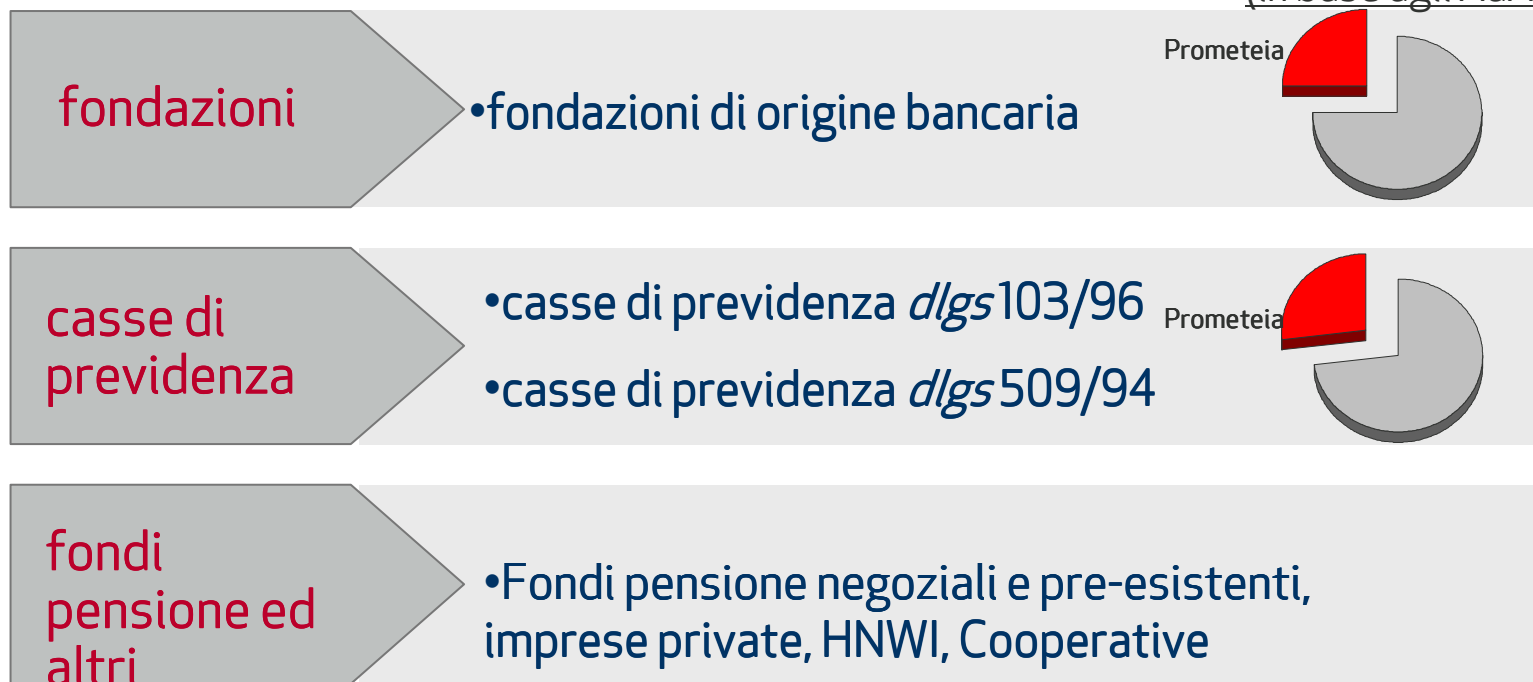
# prometeia advisor sim | la ratio dell'iniziativa

- prometeia spa, operativa dal 1998 nel campo della consulenza finanziaria agli investitori istituzionali mediante una unità specializzata di financial advisory, nel gennaio 2007 ha conferito tale attività in prometeia advisor sim
- prometeia advisor sim spa, detenuta al 100% da prometeia spa, è stata costituita, anticipando le disposizioni della direttiva mifid, con la finalità di elevare ulteriormente la **qualità del servizio di advisory finanziario** offerto agli investitori istituzionali (fondazioni bancarie, investitori previdenziali e family office)
- prometeia advisor sim è stata costituita nell'aprile 2006 e successivamente autorizzata - rispettivamente con delibere consob n. 15587 del 17 ottobre 2006 e n. 16216 del 13 novembre 2007 - alla prestazione dei servizi
  - (i) di ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione
  - (ii) di consulenza in materia di investimenti
- la costituzione di prometeia advisor sim garantisce un maggior controllo e trasparenza del processo di erogazione dei servizi e quindi una maggiore tutela dei clienti istituzionali oltre a fornire la possibilità di offrire alla clientela istituzionale supporto nell'individuazione di prodotti ad hoc per le specifiche esigenze di investimento

chi siamo

# prometeia advisor sim | referenze (fine 2008)

Quota di mercato  
(in base agli AuA)



▼  
Più di 45 clienti per un totale di 32 Mld € di  
*Asset under Advisory (AuA)*

chi siamo

## contatti

davide.squarzoni

direttore generale

email: [davide.squarzoni@prometeiaadvisor.it](mailto:davide.squarzoni@prometeiaadvisor.it)

andrea.nanni

responsabile previdenza

email: [andrea.nanni@prometeiaadvisor.it](mailto:andrea.nanni@prometeiaadvisor.it)

prometeia advisor sim

via marconi 43, 40122 bologna, italia

tel. +39 051 648 0911, fax +39 051 220 753

[info@prometeiaadvisor.it](mailto:info@prometeiaadvisor.it)

[www.prometeiaadvisor.it](http://www.prometeiaadvisor.it)

