prometeia
advisor sim

Giornata Nazionale della Previdenza

Milano 16, 17 e 18 Maggio 2013

Milano
16 maggio 2013

innovazioni normative e regolamentari: quali impatti sulle gestioni previdenziali?

Davide Squarzoni
Direttore Generale

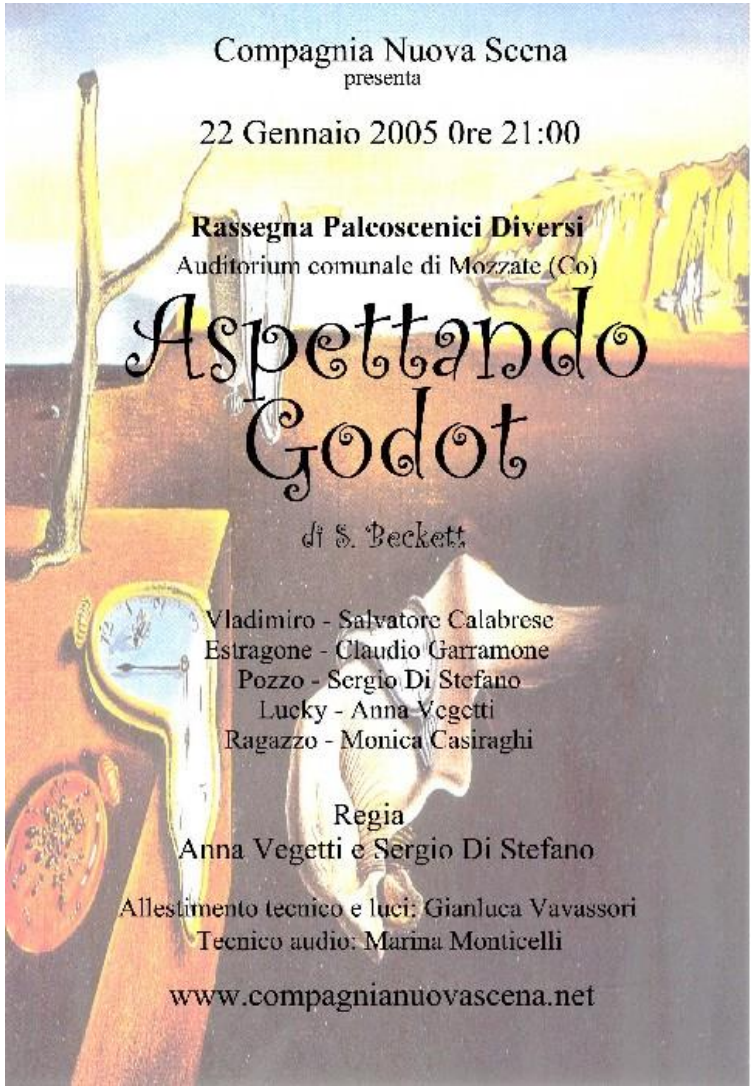
riservatezza

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.

copyright © 2013 prometeia

prometeia
advisor sim

innovazioni normative…



prometeia
advisor sim

enti di previdenza privata: innovazioni normative rilevanti

- Ministero Lavoro e Politiche Sociali – Direttiva del 10 febbraio 2011 ex L. n. 122/2010: richiama la necessità di:

- definire, nella valutazione delle operazioni di investimento/disinvestimento, **linee guida per l'individuazione e l'utilizzo sistematico e trasparente di un'analisi del rischio**

controllo del rischio

- adottare, nell'ambito dei piani di allocazione, **modelli di gestione degli investimenti e del patrimonio integrati con la struttura del passivo**

ALM

- Ministero Lavoro e Politiche Sociali – Decreto 5 Giugno 2012: Disciplina le modalità con le quali la COVIP riferisce alle amministrazioni competenti sui risultati del controllo sugli enti di diritto privato di cui al Dlgs n. 509/1994 e al Dlgs n. 103/1996: ribadisce le tematiche espresse nella Direttiva e avvia una modalità di interlocuzione con le Casse di previdenza analoga a quella prevista per i Fondi Pensione (Disposizioni 16 marzo 2012)

determinazione dei mezzi patrimoniali | quadro normativo

Direttiva Europea IORP 2003/41/CE

"… lo Stato membro di origine provvede affinché gli enti pensionistici che gestiscono schemi pensionistici, in cui l'ente stesso, e non l'impresa promotrice, assume direttamente l'onere a copertura di rischi biometrici o di una garanzia di un rendimento degli investimenti o di un determinato livello di prestazioni, **detengano, su base permanente, attività supplementari rispetto alle riserve tecniche che servano da margine di sicurezza.** Il loro importo riflette la tipologia dei rischi e di attività in relazione al complesso degli schemi che gestiscono. **Tali attività sono libere da qualsiasi impegno prevedibile e fungono da fondo di garanzia per compensare le eventuali differenze tra spese e ricavi previsti ed effettivi** …"

D.lgs. 252/2005 art. 7-bis *

* aggiunto tramite D.lgs. 28/2007

"… i fondi pensione che coprono rischi biometrici, che garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello di prestazioni **devono dotarsi [..] di mezzi patrimoniali adeguati in relazione al complesso degli impegni finanziari esistenti,** salvo che detti impegni finanziari siano assunti da soggetti gestori già sottoposti a vigilanza prudenziale a ciò abilitati, i quali operano in conformità alle norme che li disciplinano…"

D.M. 259/2012

"… i fondi pensione **costituiscono riserve tecniche adeguate agli impegni finanziari** assunti nei confronti degli iscritti attivi, dei pensionati e dei beneficiari disponendo in qualsiasi momento di attività sufficienti a copertura …"

"… i fondi pensione **devono detenere, su base permanente, attività supplementari rispetto alle riserve tecniche** [...]. Tali attività supplementari devono essere costituite per compensare le eventuali differenze tra entrate e spese previste ed effettive [..] e sono libere da qualsiasi impegno prevedibile.
L'importo delle attività [...] deve essere pari al 4% delle riserve tecniche dei fondi pensione. …"

prometeia advisor sim

determinazione dei mezzi patrimoniali | principi generali

ambito di applicazione

fondi pensione a **copertura diretta dei rischi biometrici** (morte, invalidità, longevità)

fondi pensione che offrono **garanzia diretta** di un rendimento degli investimenti

fondi pensione che **erogano direttamente rendite**

non si applica ai fondi pensione i cui impegni finanziari sono assunti **da intermediari già sottoposti a vigilanza prudenziale**

presidio dei rischi operativi

processi e procedure devono garantire dati accurati, completi ed affidabili nel continuo

i fondi pensione devono mantenere il **presidio sull'attività degli outsorcers** (attuari o altri) per mitigare i rischi connessi e assicurare la continuità operativa

presidio sulla sostenibilità patrimoniale

il **Bilancio Tecnico** deve avere cadenza almeno **triennale**

il **calcolo delle riserve tecniche** deve essere eseguito e certificato dall'attuario **annualmente** (oppure ogni tre anni qualora il fondo pensione fornisca annualmente a COVIP la certificazione dell'attuario sull'evoluzione delle riserve tecniche, le variazioni nei rischi coperti e la congruità degli adeguamenti apportati alle riserve per gli anni intermedi)

i fondi pensioni **ricalcolano le riserve tecniche** a seguito di **eventi economico-finanziari rilevanti**

prometeia
advisor sim

determinazione dei mezzi patrimoniali | riserve tecniche ed attività supplementari

importo minimo delle riserve tecniche

calcolato annualmente su base individuale, secondo un **metodo attuariale sufficientemente prudente**

tiene conto di tutti gli impegni derivati dai **diritti già maturati degli aderenti**

ipotesi economiche, demografiche e finanziarie

vale il **principio di prudenza**, che tenga conto, ove il caso, di variazioni sfavorevoli

i **tassi di attualizzazione** sono scelti in funzione del rendimento storico e/o prospettico delle attività e **non possono superare il tasso di proiezione del debito pubblico** (stabilito dal Decreto Interministeriale 29 novembre 2007 e pari al 3% reale)

le tavole biometriche sono calibrate sulla base delle caratteristiche del gruppo degli aderenti e dei mutamenti previsti nei rischi rilevanti

il **metodo di valutazione e la base di calcolo rimangono costanti da un esercizio all'altro**: sono previste variazioni solo per mutamenti giuridici, demografici o economici

le attività supplementari

4% delle riserve tecniche

costituite per compensare **le eventuali differenze tra entrate e spese previste ed effettive** nell'arco temporale delle proiezioni degli impegni (almeno 30 anni)

da costituire proporzionalmente entro il 20 febbraio 2023 secondo un piano da comunicare a COVIP entro il 20 febbraio 2014

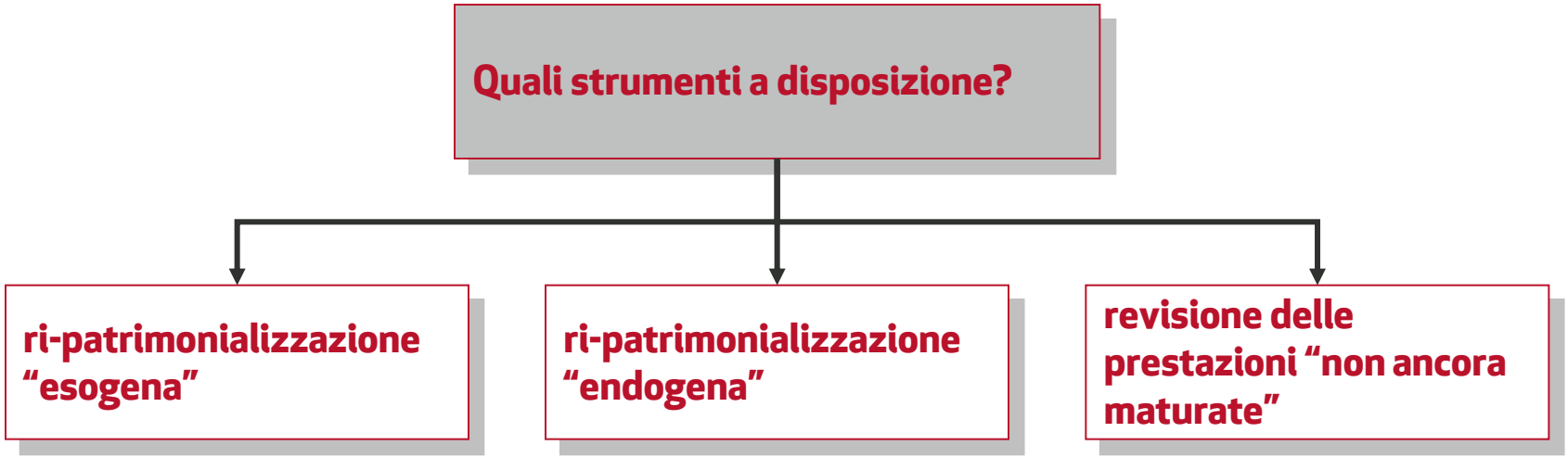
prometeia
advisor sim

determinazione dei mezzi patrimoniali | piano di riequilibrio

piano di riequilibrio

da **elaborare immediatamente** qualora le riserve tecniche non siano coperte
concreto e realizzabile, con esplicita indicazione dei tempi necessari al riequilibrio
soggetto ad approvazione COVIP ed a disposizione degli aderenti

le situazioni di deficit (funding ratio < 100%) e l'esigenza di costituire le attività supplementari rende necessario riflettere sulle possibili soluzioni di riequilibrio verso quota 104%



prometeia
advisor sim

le disposizioni Covip in ambito di politica degli investimenti

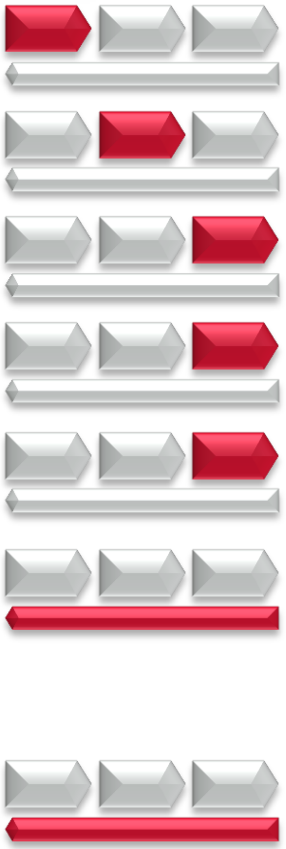
Deliberazione 16/3/2012
«*Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento*» + «*Profili applicativi*» 30/10/2012

prometeia advisor sim

Funzione Finanza – compiti e responsabilità

si occupa di…

1. Politica di investimento complessiva
2. Selezione dei gestori
3. Controllo della gestione finanziaria
4. Valutazione operato dei gestori finanziari
5. Verifica eticità degli investimenti
6. Propone modifiche alla politica di investimento
7. …..
8. Cura lo sviluppo e aggiornamento dei sistemi di controllo



prometeia
advisor sim

segmentazione modelli e servizi richiesti

	descrizione	servizi richiesti	fondi interessati
Minimo impatto	▪ funzione finanza interna «**minimale**» in termini di risorse e strumenti ▪ modello di **collaborazione con l'advisor in continuità**	▪ Generalisti ▪ Specialistici	▪ **Medio/piccoli**
Outsourcing	▪ Previsione di una **funzione finanza esterna** con necessità di definire processi, SLA al fine di ben individuare il perimetro di «**responsabilità**»	▪ Impostazione ▪ Generalisti ▪ Specialistici	▪ Piccoli
Insourcing	▪ Previsione di una **funzione finanza interna «forte»** con parziale internalizzazione di attività	▪ **Specialistici**	▪ **Medio/grandi**

prometeia
advisor sim

consulenza generalista vs specialistica vs… consulenza finanziaria

	Obiettivi della politica di investimento	Criteri di attuazione	Sistema di controllo della gestione finanziaria
Contenuti generalisti	▪ **Analisi bisogni pensionistici** ▪ Eventuali impostazioni life-cycle ▪ **Individuazione obiettivi in termini di rendimento / rischio**	▪ **Modello gestionale** ▪ Individuazione asset class, **stile e strategie** di interesse	▪ Calcolo del **rendimento** e dei principali **indicatori di rischio per Comparto / gestore**
Contenuti specialistici	▪ Scenario di mercato ▪ Rendimenti attesi ▪ Stima volatilità e correlazioni ▪ Motori di simulazione complessi per l'individuazione dell'asset allocation ottimale	▪ Selezione gestori (database, questionario, algoritmi di valutazione) ▪ **Transition management** ▪ **Analisi e selezione strumenti finanziari (es. OICR, Fondi Chiusi)** ▪ Supporto asset allocation tattica	▪ Performance attribution ▪ Stima rischi ex-ante, stress test ▪ Approfondimenti tematici

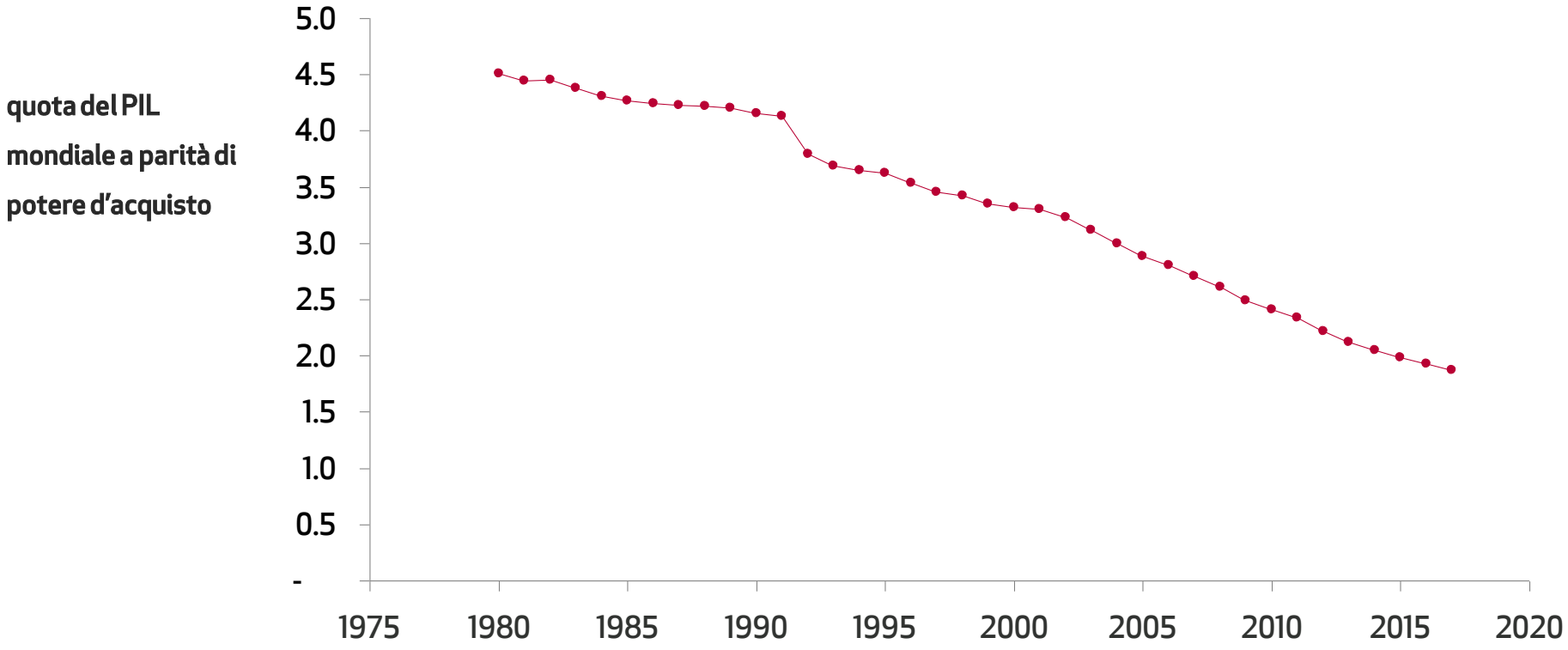
prometeia
advisor sim

uno sguardo in Europa | finalmente di lungo periodo?

- in consultazione fino al 25/6 sul sito della Commissione Europea (http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing) il Libro Verde dal titolo «Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea». Vi si legge:
  - che gli investimenti di lungo termine si sono ridotti, tra il 2007 e il 2011, quattro volte di più di quanto abbia fatto il PIL, benché il complesso degli investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni e fondi di investimento) siano arrivati a gestire patrimoni per circa 14.000 miliardi di euro, pari ad oltre il 100% del PIL comunitario
  - che il «mitico» fair value (sul quale si fondano Basilea III e Solvency II) «*può andare a detrimento della stabilità di un orizzonte d'investimento a lungo termine*», determinando la crescente «*difficoltà del settore finanziario europeo a canalizzare le necessità di investimenti a lungo termine*»
  - che la Commissione sta studiando l'istituzione di fondi di investimento a lungo termine, da favorire anche fiscalmente, che riduca la dipendenza dalle banche del finanziamento all'economia (90% contro il 30% degli USA da Bollettino BCE dell'ottobre 2012), dopo che la crisi ha svelato tutti i limiti di un modello bancario troppo fondato sulla leva e sulla trasformazione delle scadenze, in logica «originate-to-distribute»
- il tema è stato ripreso anche dall'OCSE, che nel G20 di Mosca ha presentato il paper «*the role of banks, equity markets and institutional investors in long term financing for growth and development*» (http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf)

prometeia
advisor sim

uno sguardo in Italia | quale lungo periodo?



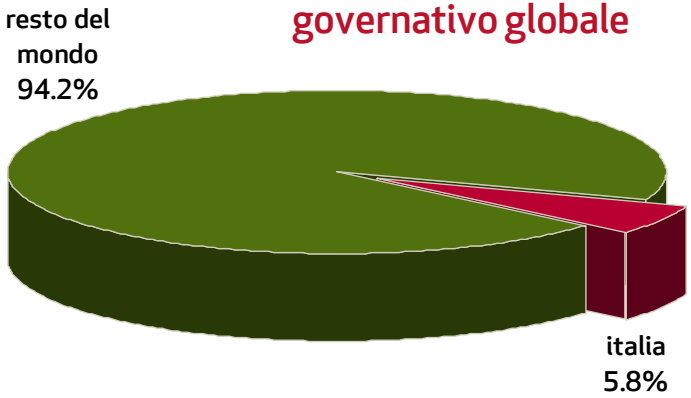
fonte dati:International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

la marginalità dell'Italia è in rapido aumento, il che determinerà un più che proporzionale minor afflusso di investimenti di capitale dall'estero, ulteriormente messi in fuga dall'imbarazzante un contesto socio-politico.

prometeia
advisor sim

uno sguardo in Italia | quali mercati finanziari?

governativo globale



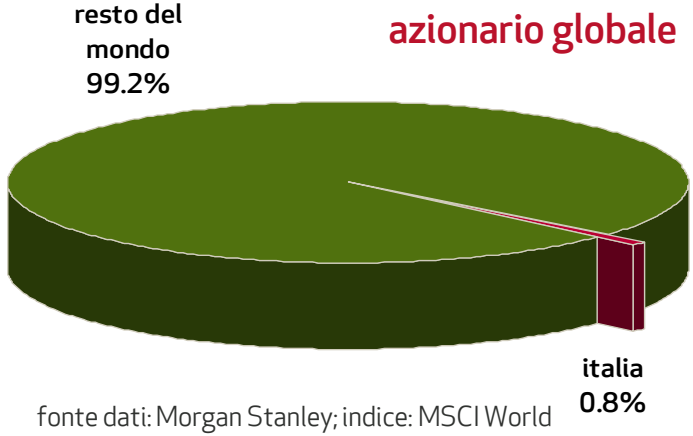
fonte dati: Bank Of America – Merrill Lynch; indice: BofA Global Government al 29/02/13

corporate globale

fonte dati: Bank Of America – Merrill Lynch; indice: BofA Global Corporate al 29/02/13

peso dell'Italia in alcuni dei principali indici globali

azionario globale

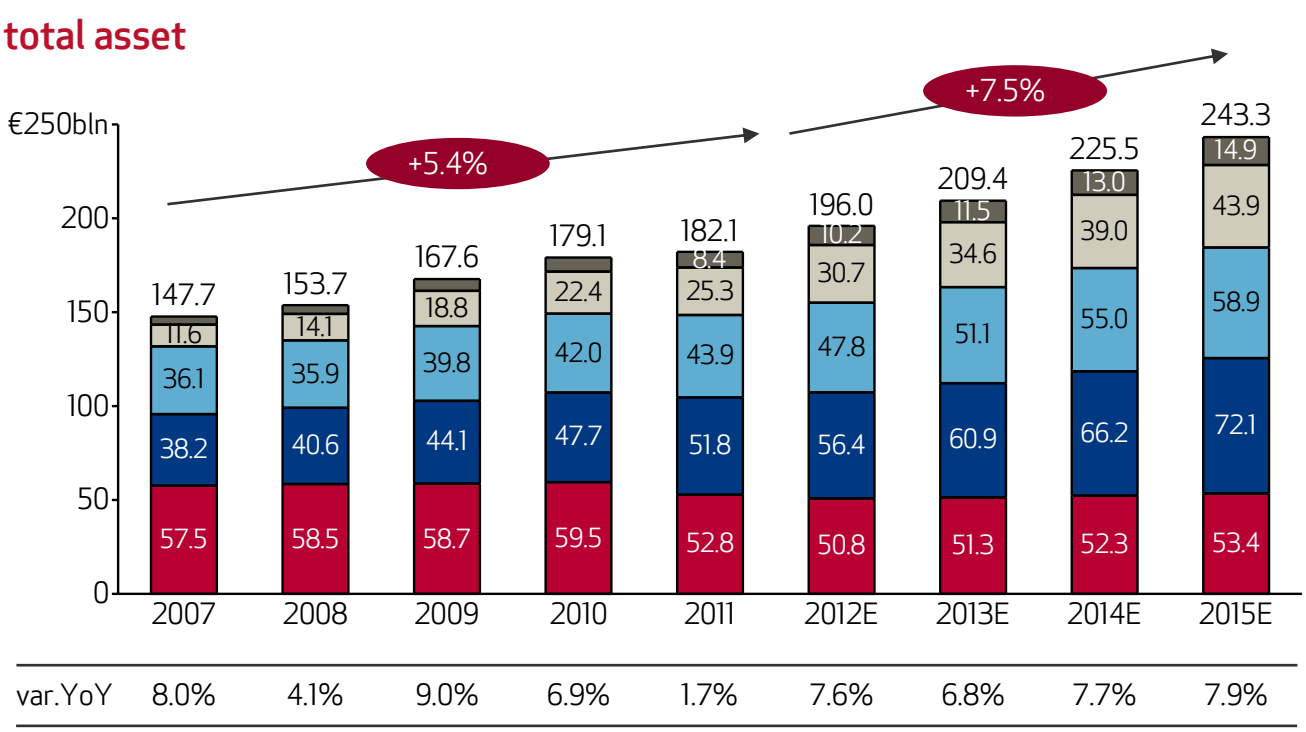


fonte dati: Morgan Stanley; indice: MSCI World Composite al 29/02/13

prometeia advisor sim

uno sguardo in Italia | quali investitori istituzionali?

total asset



var.YoY	8.0%	4.1%	9.0%	6.9%	1.7%	7.6%	6.8%	7.7%	7.9%

	CAGR 07-11	CAGR 11-15E
pension funds (open)	18%	15%
pension funds (occupational)	21%	15%
pension funds (pre-existing)	5%	8%
casse private	8%	9%
banking foundations	-2%	0.3%

gli investitori previdenziali detengono assets pari a circa il 10% del PIL italiano (la capitalizzazione di Borsa il 22.5%). il 300esimo fondo pensione del mondo ha un patrimonio più che doppio rispetto al primo fondo pensione italiano…

prometeia advisor sim

uno sguardo in Italia | una vera innovazione, da non mancare…

quadro normativo

- il dl n.83/2012 e il dl n.179/2012 estendono alle società non quotate il regime e fiscale favorevole previsto per le società con azioni quotate
- in particolare sono previste:
  - ✓ eliminazione dei limiti che impedivano alle società non quotate di emettere titoli di debito per un ammontare superiore al doppio del capitale sociale
  - ✓ esenzione dell'applicazione della ritenuta d'acconto per gli strumenti di debito quotati su mercati regolamentati e mtf
  - ✓ deducibilità degli interessi passivi corrisposti sugli strumenti di debito secondo le stesse regole previste per le società quotate (nei limiti del 30% dell'ebitda come risultante dall'ultimo bilancio approvato)

potenziali emittenti:
5300 società con fatturato >€50 mln

potenziale dimensione del mercato:
€10 mld di obbligazioni

potenziali investitori:
assicurazioni, enti previdenziali e fondazioni

fattori di successo:
convenienza per le imprese, presenza di sottoscrittori e supporto del sistema bancario

…come il lungimirante 20% di fondi chiusi consentiti ai fondi pensione già dal 1996!

prometeia
advisor sim

1° giro di tavolo: esperienze gestionali nel contesto nazionale

prometeia
advisor sim

Strategia *Issuer Scored Corporate Index* (ISCI)

Una metodologia di indicizzazione sviluppata da SSgA in collaborazione con Barclays

Regole di esclusione → **Punteggio in base ai fattori finanziari** → **Costruzione dell'indice**

Universo d'investimento obbligazionario corporate

Esclusioni
- Debito subordinato
- Emissioni non quotate

Peculiarità
- Le emissioni obbligazionarie vengono mantenute fino a scadenza

Indicatori finanziari
- Rendimento delle attività (ROA)
- Copertura degli interessi/ Quoziente di liquidità (rapporto tra disponibilità e debiti a breve termine)

Quattro fasi
1. Punteggi grezzi
2. Normalizzazione
3. Pesi dei fattori
4. Pesi degli emittenti

Indici Barclays ISCI

1 Rimozione di rischi indesiderati relativi al tipo a alla trasparenza dello strumento

2 Valutazione di tipo qualitativo sulla profittabilità, sulla efficienza operativa, sulla leva finanziaria e sulla liquidità dei singoli emittenti

3
- Profilo di rischio sistematico
- Minor rischio idiosincratico
- Allocazione più ampia tra i differenti emittenti

Come estrarre il meglio dal "β" di un mercato (o classe di attivo specifica)?

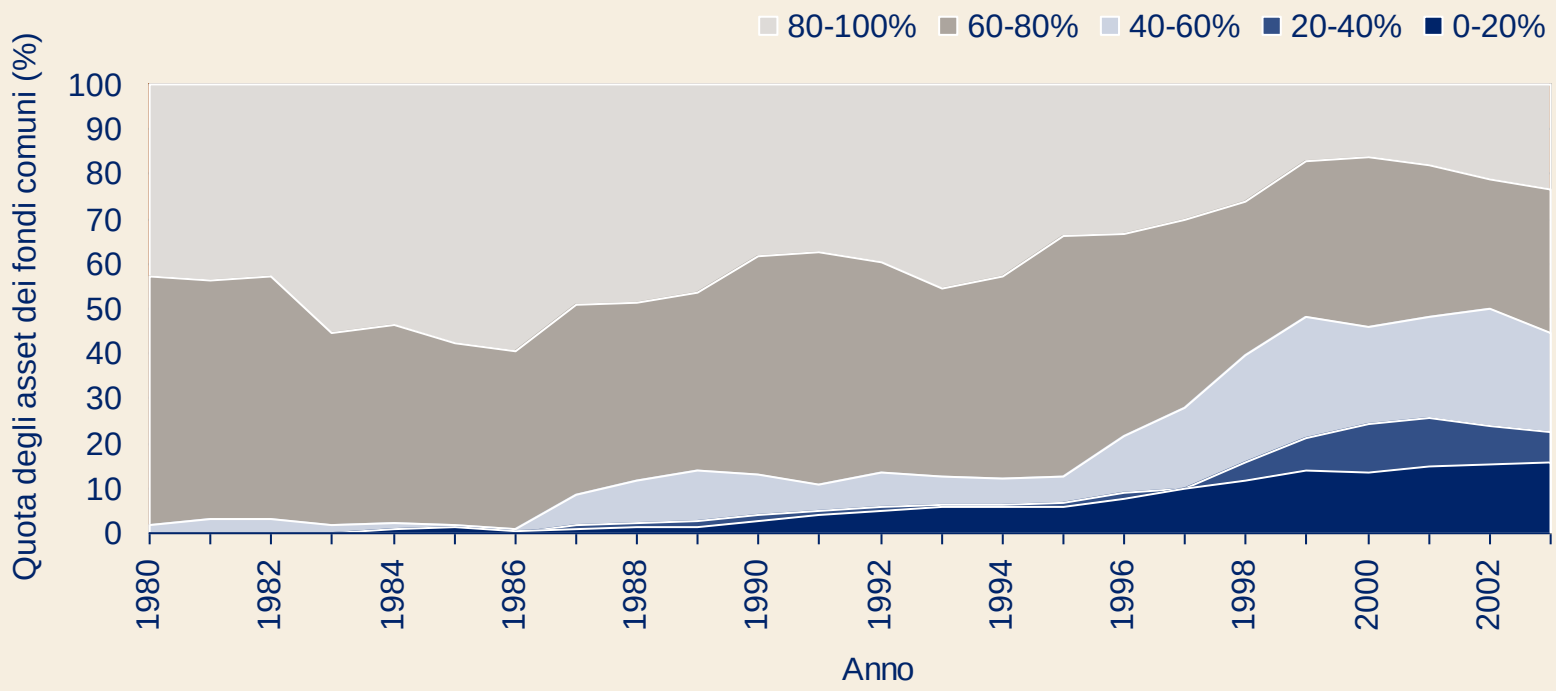
1. **Minimizzare l'erosione del valore** (Costi di transazione e Commissioni di Gestione)
2. **Diversificare in modo intelligente** (attenzione ai fattori di rischio non desiderati)
3. **Comprare e vendere bene** (operare tenendo conto delle condizioni specifiche del mercato)

	Gestione Passiva (Market cap-weighted)	**Gestione Attiva** (contro benchmark)	**Gestione Passiva** (Metodi di indicizzazione Alternativi)	**Strategie "Smart beta"**
1) Minimizza i costi?	**Si**	**No**	**Dovrebbe** (ma non sempre)	**Si**
2) Diversifica in modo intelligente?	**No** (illusione ex-ante)	**Dovrebbe** (ma deve seguire il benchmark)	**Si** (Meglio del market cap-weighted)	**Si** (sia a livello di settore, che di singolo titolo)
3) Compra e Vende bene?	**No** (rules-based)	**Si** (ma non sempre)	**No** (rules-based)	**Si** (Buy & Monitor)

AXA INVESTMENT MANAGERS
redefining / investment solutions

L'impatto e le implicazioni della crescita dell'investimento passivo

Quota attiva nel tempo



- Negli Anni '80, quasi tutti i fondi comuni presentavano una quota attiva pari o superiore al 60%
- Oggigiorno, appena poco più della metà dei fondi sono gestiti attivamente, con quota di parte attiva inf. al 60% pari al 45% del totale
- L'indicizzazione genera inefficienze che possono essere sfruttate dai gestori attivi

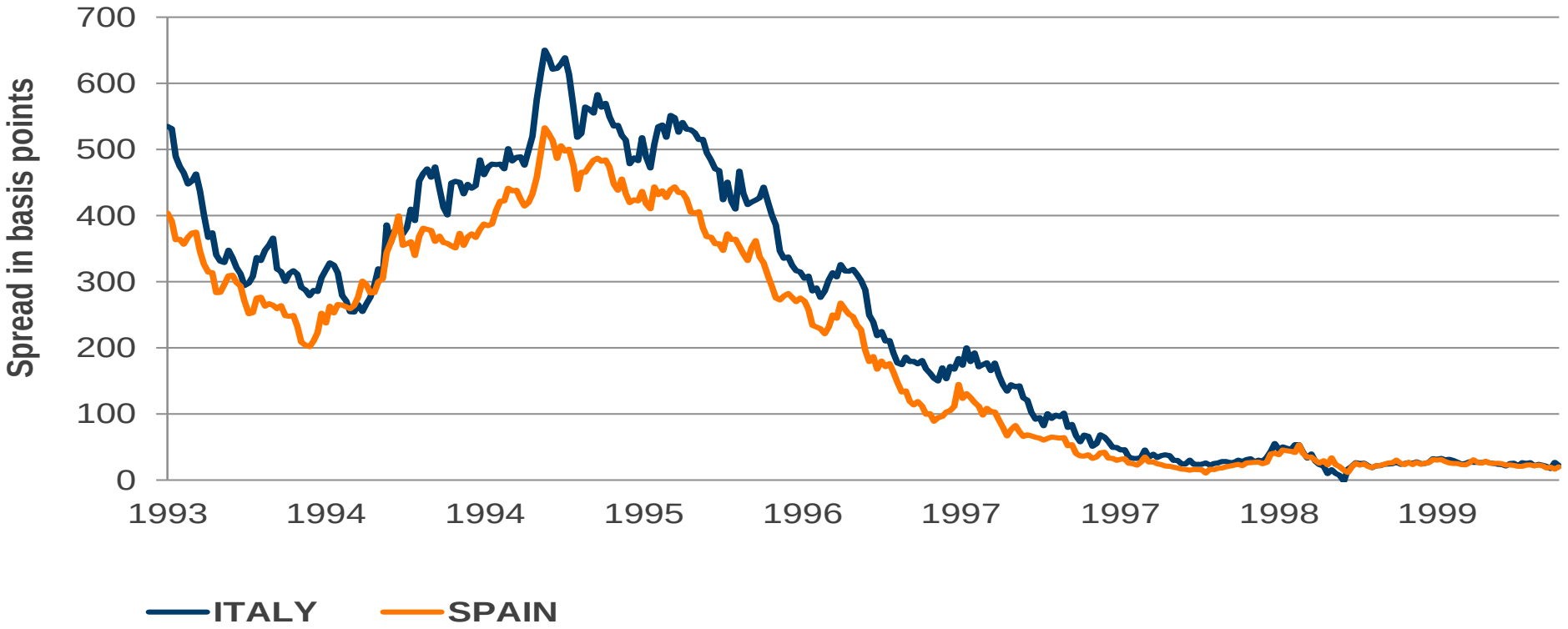
Fonte: 'How Active is your Fund Manager?', Cremers & Petajisto, marzo 2009

2° giro di tavolo: best practice internazionale

prometeia
advisor sim

Dal 1995 al 1997: convergenza fino a 10 punti di spread

Spread dei rendimenti decennali contro Germania



Source: Bloomberg. Data from 1/6/1993 to 31/12/1999.

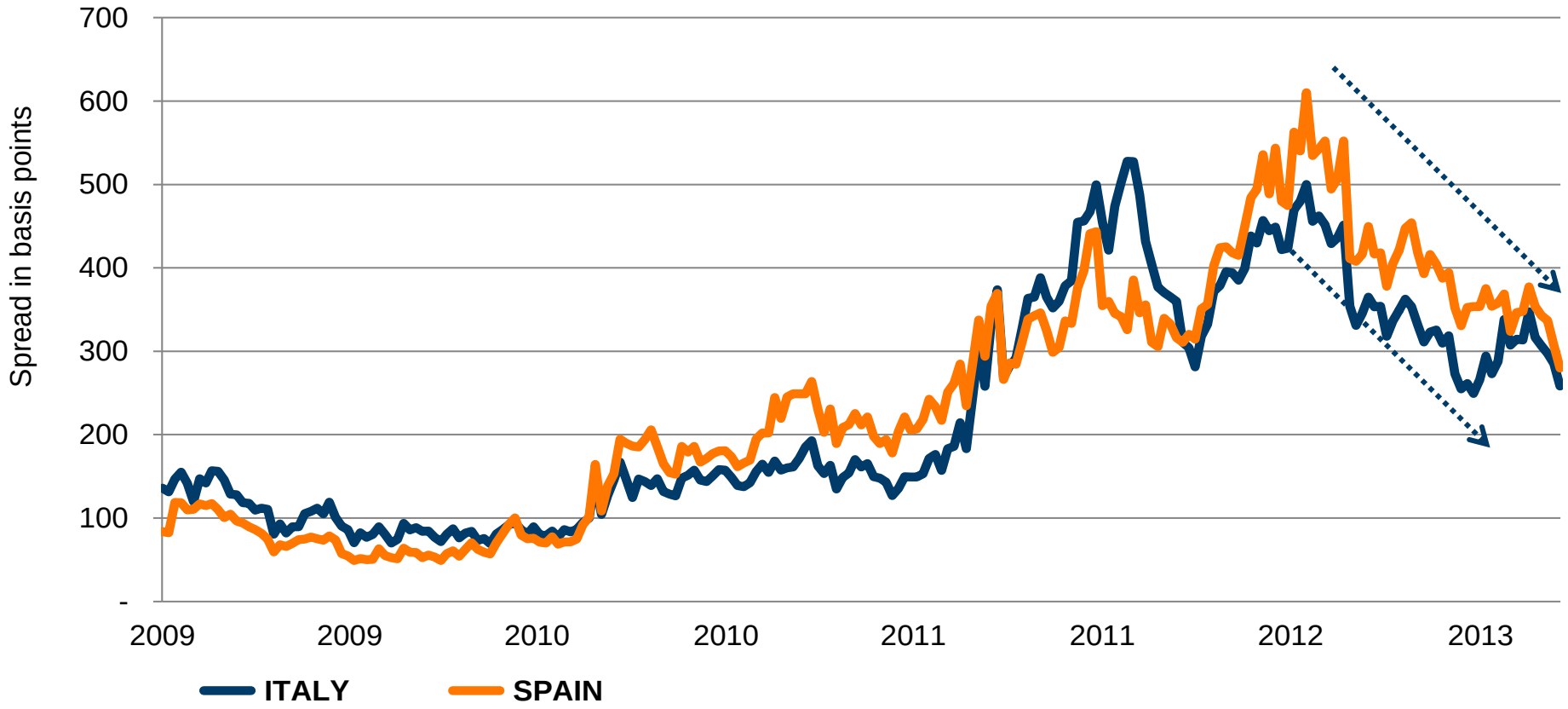
Il presente documento è ad uso esclusivo dell'Investitore Istituzionale,
ne è vietata la diffusione presso il pubblico e la riproduzione anche parziale.

85 YEARS 1928 2013

PIONEER Investments®

Dal 2012: nuova convergenza? Fino a che livello?

Spread dei rendimenti decennali contro Germania



Source: Bloomberg. Data as of 1/1/2009 to 09/05/2013.

Il presente documento è ad uso esclusivo dell'Investitore Istituzionale,
ne è vietata la diffusione presso il pubblico e la riproduzione anche parziale.

85 YEARS 1928 2013
PIONEER Investments®

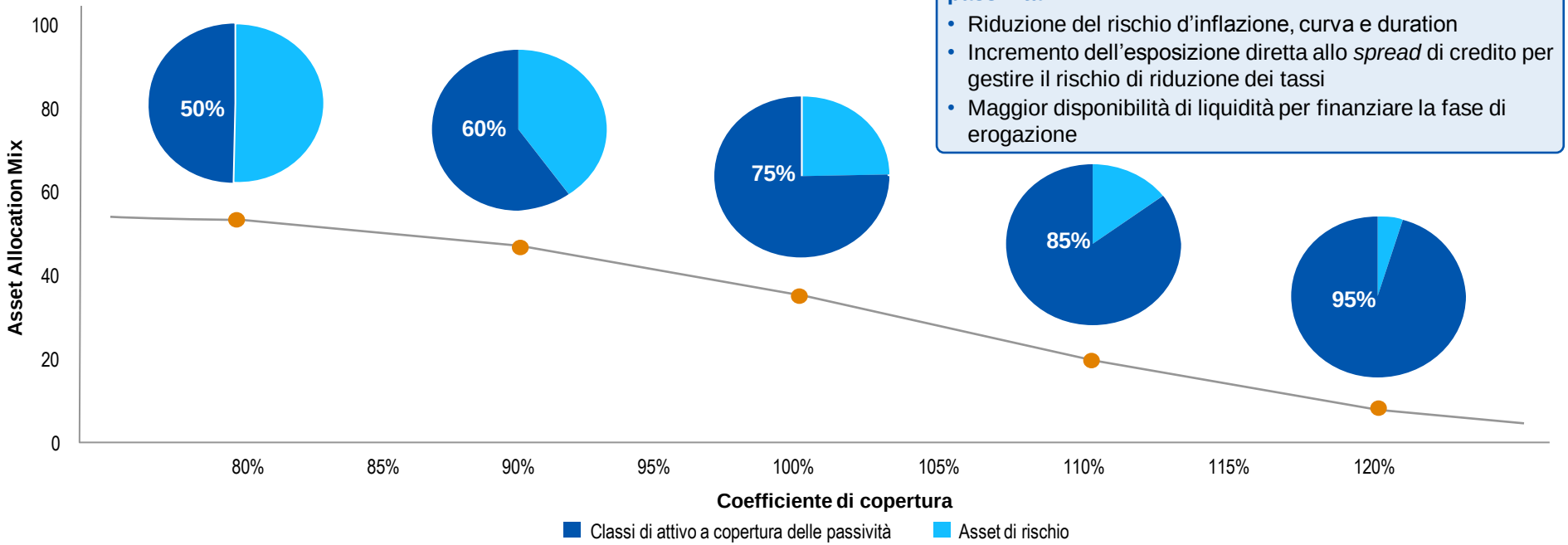
Riduzione dinamica dei rischi in portafoglio

Creazione di un «sentiero di discesa» personalizzato e dinamico di *de-risking*

Approccio dinamico
- Rafforzamento della collaborazione e la condivisione dei dati
- Maggior frequenza di monitoraggio del coefficiente di copertura (funding ratio)
- Definizione di soglie obiettivo in termini di *funding* o *solvency ratio*

Diversificazione del portafoglio *growth*
- Riduzione della correlazione tra *asset* rischiosi e passività
- Riduzione *drawdown* e rischi di coda
- Inclusione di classi di attivo con esposizione alla duration e bassa correlazione allo *spread* di credito

Incremento delle classi di attivo a copertura delle passività
- Riduzione del rischio d'inflazione, curva e duration
- Incremento dell'esposizione diretta allo *spread* di credito per gestire il rischio di riduzione dei tassi
- Maggior disponibilità di liquidità per finanziare la fase di erogazione

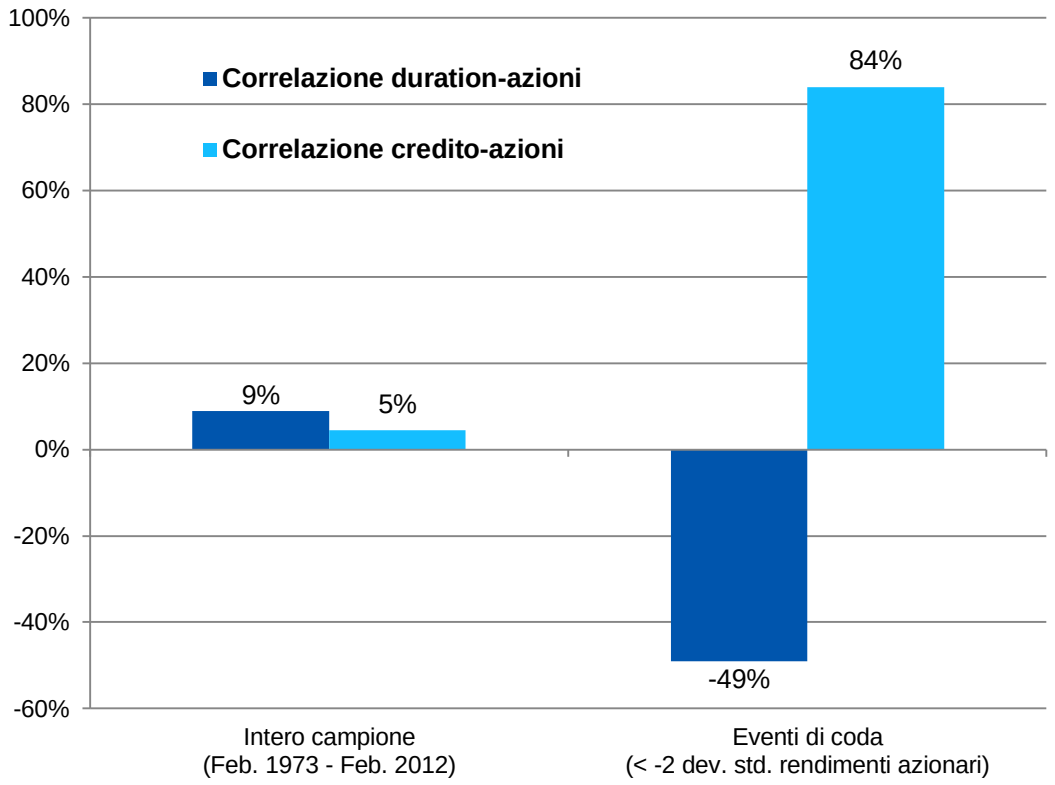


Fonte: Team Investment Solutions Group (ISG) di SSgA. Esclusivamente a scopo di approfondimento.

Le informazioni fornite non costituiscono in alcun modo consulenza finanziaria e non dovrebbero essere interpretate come tali. Non sono da considerarsi sollecitazione all'acquisto o offerta di vendita di strumenti finanziari. Non considerano gli specifici obiettivi d'investimento, le strategie, lo status fiscale o l'orizzonte d'investimento di alcun investitore. Si consiglia di rivolgersi al proprio consulente fiscale e finanziario. Tutti i materiali informativi provengono da fonti ritenute attendibili. Non si offrono garanzie sulla correttezza delle informazioni e State Street non sarà in alcun modo ritenuta responsabile per le decisioni prese sulla base delle stesse.

Riduzione della correlazione tra *asset* di rischio e passività

- Se si effettua un confronto storico tra la diversificazione del rischio azionario per duration e per *spread* di credito, considerando le correlazioni sia su tutti i dati disponibili (campione completo) che sugli eventi di coda (tail event), emerge che:
  - considerando l'intero campione entrambe le correlazioni sono basse e positive
  - durante gli eventi di coda l'andamento della duration evidenzia il tipico *flight to quality*, mentre la correlazione tra *spread* di credito e azioni esplode
- Le ovvie conclusioni di questa analisi di correlazione sono le seguenti:
  - in caso di eventi avversi il portafoglio beneficerebbe di un *rally* dei titoli di stato, tuttavia…
  - …l'elevata correlazione tra *spread* di credito e azioni ridurrebbe il potenziale di diversificazione di queste ultime, anzi si produrrebbe un doppio danno perché a fronte dell'incremento del valore delle passività il portafoglio azionario subirebbe perdite e non sarebbe più un valido impiego a copertura delle *liabilities*



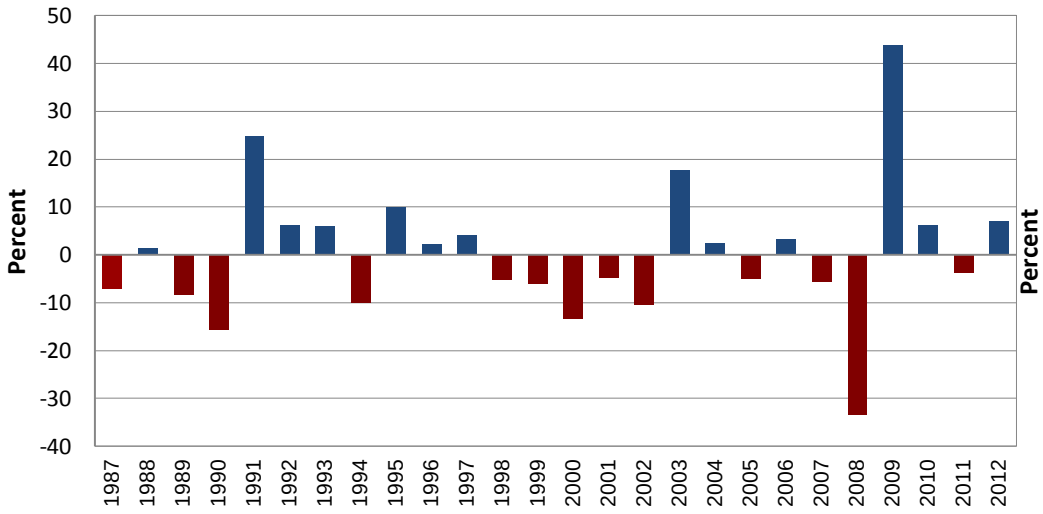
Nota: analisi realizzata utilizzando l'indice Russell 3000 per le azioni, l'indice Barclays Intermediate Treasuries per la duration e l'indice CDX.NA.IG (Investment Grade CDSs) rappresentativo dello spread di credito.

Negli investimenti incentrati sui passivi sta prevalendo sempre più la tendenza a considerare *asset* di rischio con esposizione alla duration diretta o indiretta (titoli di debito locali dei paesi emergenti, strategie absolute return, *commodities*, ecc.)

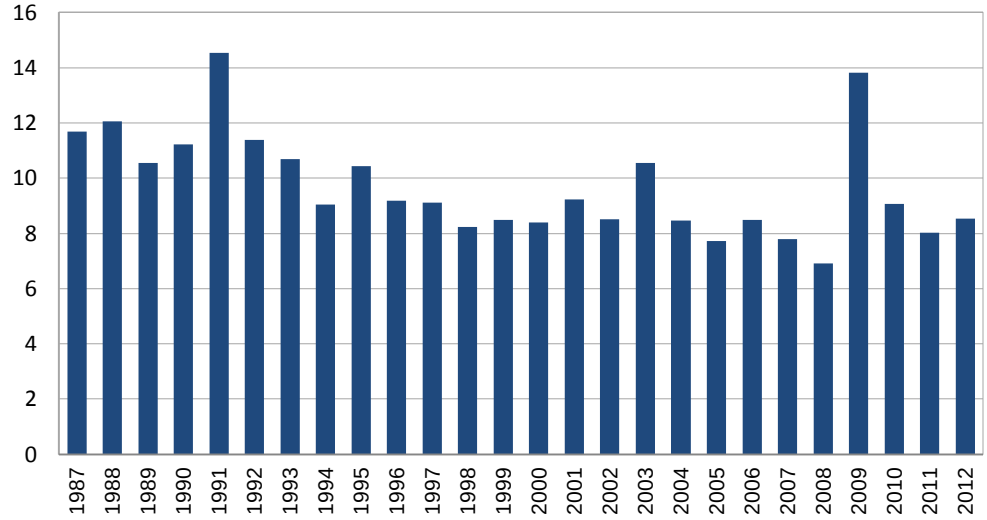
Una soluzione diversa: attiva, “ex-benchmark” o total return
Es: L’approccio delle compagnie AXA

Classe di attivo: US High Yield

Price Return*



Income Return *



Rendimento storico medio del mercato US high yield

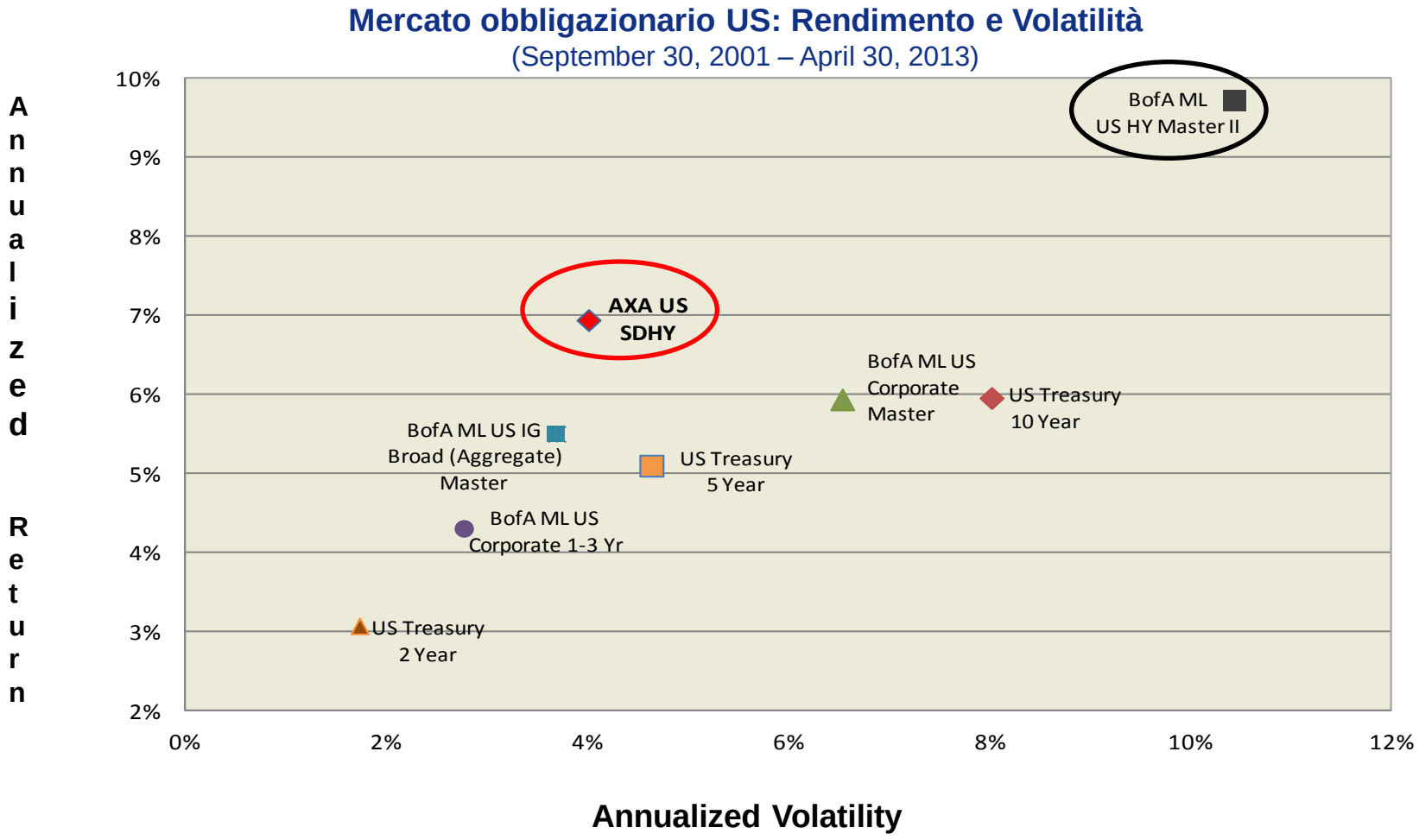
(31/12/1986 al 31/12/2012*)

Price Return	0.23%	Income Return	9.70%	Total Return	9.92%

Fonte: AXA IM / Merrill Lynch al 12/31/2012. * Merrill Lynch US High Yield Master II Index.

AXA INVESTMENT MANAGERS
redefining / investment solutions

Strategie Short Duration: ridurre la volatilità, catturare il rendimento
Es. US High Yield



*The index refers to the BofA ML US HY Master II.
The Short Duration High Yield strategy is a Total Return Strategy. BofA ML High Yield Master II index is shown for illustrative purposes only.
Past performance is not indicative of future results. The above information presented is supplemental to the GIPS-compliant presentation included in Appendix II.
Please also see the end of this presentation for important disclosures regarding the above information.
Sources: AXA Investment Managers, BofA Merrill Lynch, eVestment Analytics

AXA INVESTMENT MANAGERS
redefining / investment solutions

prometeia advisor sim
via g. marconi 43, 40122 bologna, italia
tel. +39 051 648 0911, fax +39 051 220 753
info@prometeiaadvisor.it

www.prometeiaadvisor.it

prometeia
advisor sim