



Appropriatezza delle politiche di investimento per enti previdenziali: quale approccio alla luce dell'esperienza internazionale?

Saverio Ivan Abbruzzo, Senior Consulting Actuary, Italy

Premesse

- ❑ In base all'articolo 3 delle disposizioni della COVIP del 16 marzo 2012, l'obiettivo finale della politica di investimento dei fondi pensione è quello di «**perseguire combinazioni rischio-rendimento efficienti in un determinato arco temporale, coerente con quello delle prestazioni da erogare**».
- ❑ I fondi a contribuzione definita, ai fini del conseguimento dell'obiettivo finale, devono analizzare attentamente «**le caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento e i suoi bisogni previdenziali**» e definire un numero di comparti coerente con tali caratteristiche, valutando anche la possibilità di introdurre meccanismi di *life cycle*.
- ❑ In base all'articolo 4 del D.M. 7/12/2012, i fondi pensione che assumono in proprio dei rischi (biometrici, finanziari o di longevità) devono «**costituire riserve tecniche adeguate agli impegni assunti, disponendo in qualsiasi momento di attività sufficienti a copertura**».
- ❑ Se le attività non sono sufficienti per la copertura delle riserve, **i fondi devono definire un piano di riequilibrio**, tenendo conto della propria situazione specifica.

Fondi pensione a contribuzione definita: verso il life cycle?

- ❑ Nei fondi negoziali «**i comparti garantiti e obbligazionari prevalgono nelle scelte di tutte le classi di età**, raggiungendo livelli particolarmente elevati (intorno al 75 per cento) tra gli iscritti più giovani. **Le scelte di investimento degli aderenti non sembrano quindi ispirate dai modelli di tipo life-cycle**, che prevedono l'elevata esposizione azionaria nei primi anni di partecipazione al piano e la sua graduale riduzione all'avvicinarsi dell'età di pensionamento» (COVIP, Relazione 2012). Nei fondi pensione aperti il 10% degli iscritti ha aderito a tali modelli, ma la percentuale sale al 22% nei PIP. Dalla fine del 2008 il comparto dei fondi negoziali ha perso 70.000 iscritti.
- ❑ **Nel Regno Unito**, con riferimento alle imprese comprese nell'indice FTSE 100, tutti i fondi «trust based» offrono almeno un'opzione *life cycle* (il 38% ne offre più di una) e solo il **10% dei fondi «contract based» non offre alcuna opzione *life cycle*** (Towers Watson, FTSE 100 Defined Contribution Survey 2013).
- ❑ **Negli Stati Uniti il 90% delle aziende offre piani pensionistici a contribuzione definita che prevedono fondi *life cycle* o *target date*** come opzione di default (Towers Watson, U.S. defined contribution plan sponsors survey 2012).

Fondi pensione a prestazione definita: bisogno di ALM

- Secondo la Pension Risk Survey condotta da Towers Watson con Forbes nel Regno Unito nel dicembre 2010 fra 113 aziende (di cui 37 nel settore finanziario) che hanno costituito fondi pensione a prestazione definita, il 72% di esse è orientato a ridurre i rischi (*derisking*) di tali fondi più che ad aumentare i rendimenti ed il 56% intende adottare una politica di asset liability management.
- Secondo la stessa indagine condotta negli Stati Uniti nel settembre 2010 fra 304 aziende che hanno costituito fondi a prestazione definita, il 63% di esse è orientato a ridurre i rischi (*derisking*) di tali fondi più che ad aumentare i rendimenti e il 66% intende ridurre i rischi relativi a tali fondi adottando una politica di *asset liability management*.

Che cosa si intende per Asset Liability Modelling (ALM)?

Lo scopo è quello di gestire in modo integrato le passività e le attività del fondo

- Tipicamente su un arco di tempo pluriennale
- tenendo conto dell'evoluzione delle passività, dei flussi di pagamento e dei contributi
- tenendo conto delle variabili economiche come l'inflazione e i tassi di interesse sia per le attività che per le passività
- tenendo conto dell'impatto dei rendimenti degli investimenti, che contengono una componente di rischio.

Le proiezioni possono essere deterministiche o stocastiche

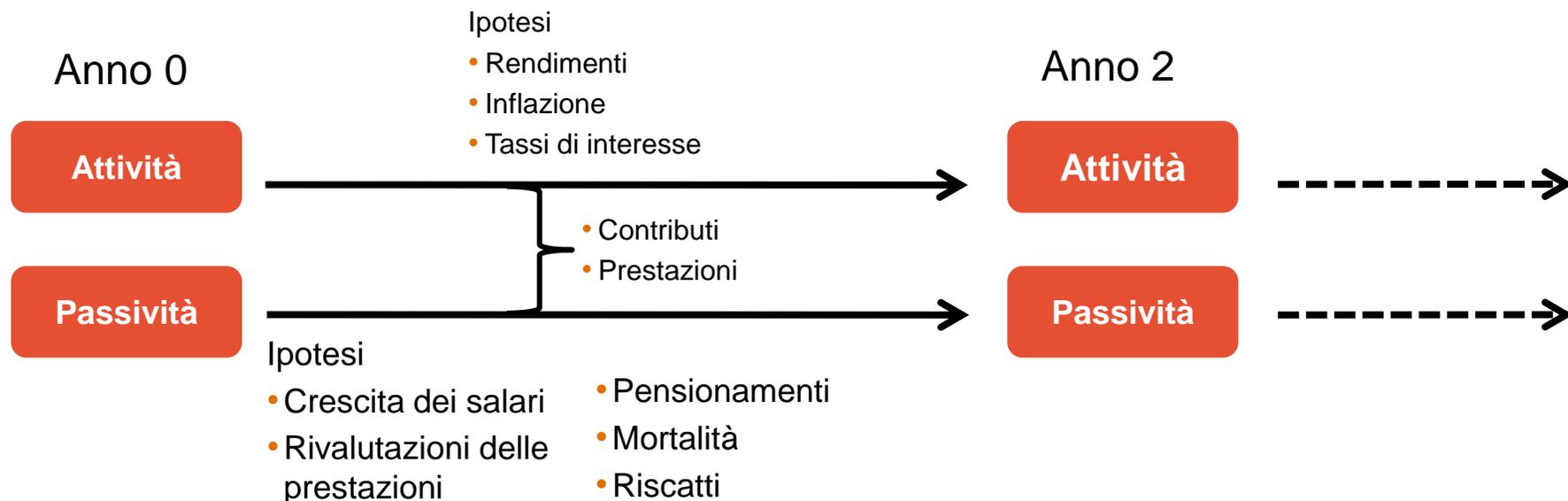
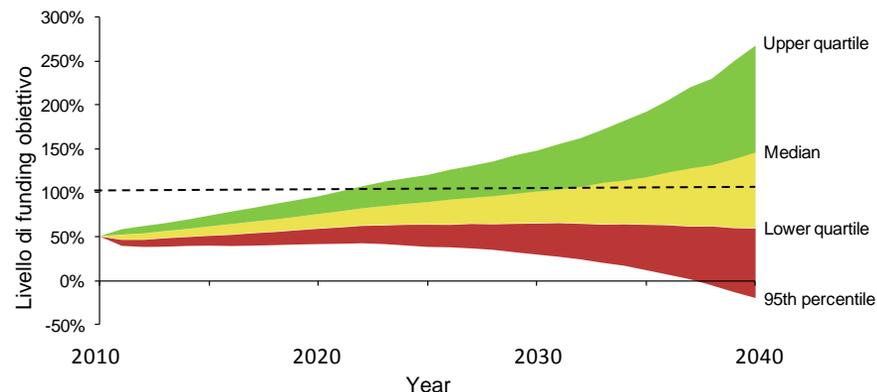
- ALM può essere di tipo **deterministico** – valuta l'impatto sul fondo di una serie di variabili (es. Contribuzioni)
- ALM può essere di tipo **stocastico** – usa un modello di investimento che tiene conto di una vasta gamma di possibili rendimenti su base probabilistica, calibrato per riflettere l'effettiva incertezza della realtà

ALM richiede valutazioni sia attuariali che finanziarie per:

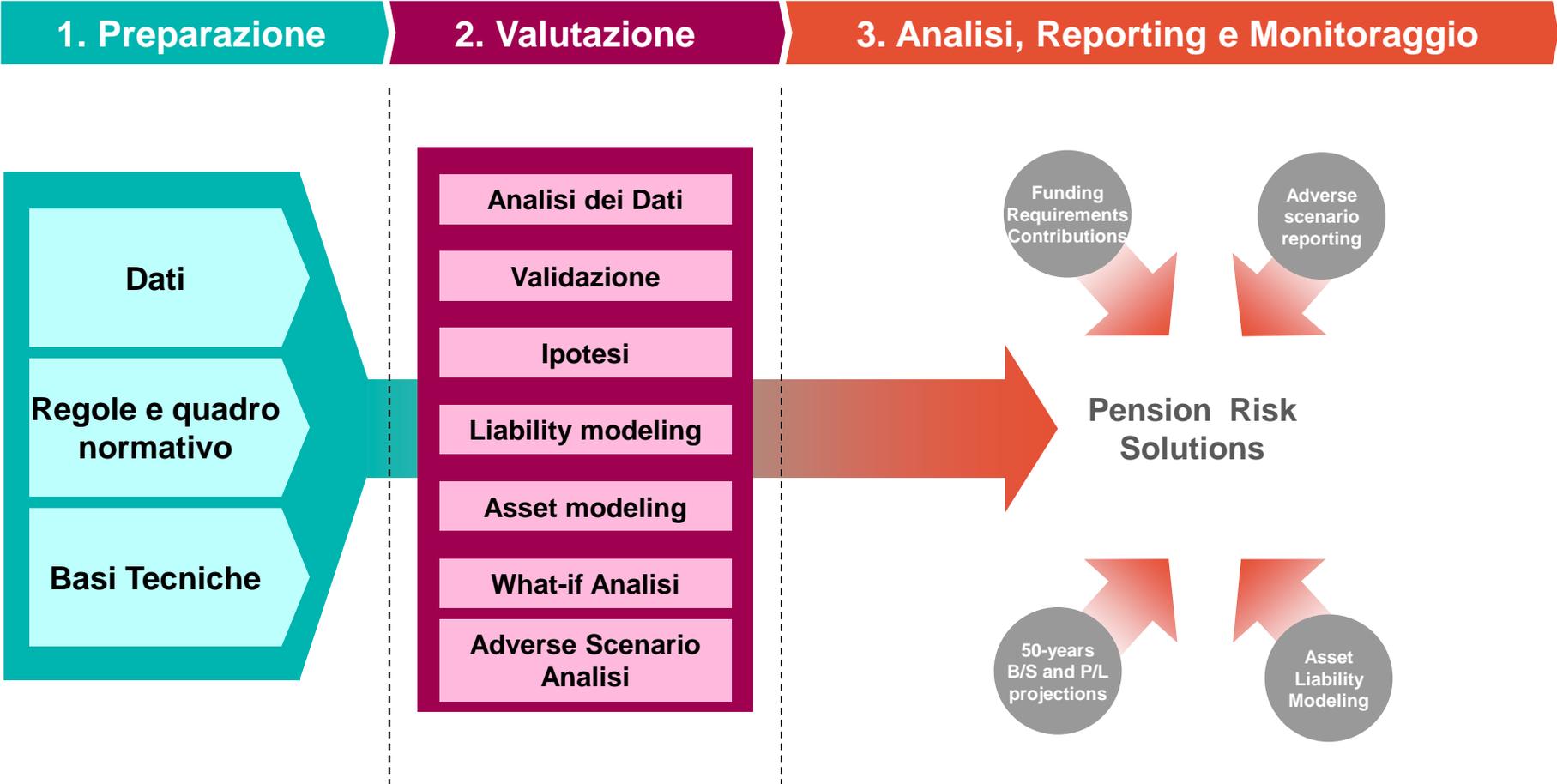
- comprendere come la solvibilità del fondo si svilupperà in futuro
- analizzare il possibile spettro di risultati e l'impatto di variazioni delle politiche di investimento o dei livelli di contribuzione
- in caso di attività insufficienti a coprire le passività, definire un piano di riequilibrio (**journey plan**) in un determinato arco temporale, intervenendo su politiche di investimento, livelli di rischio e contribuzioni

Come viene realizzata l'analisi stocastica in un ALM?

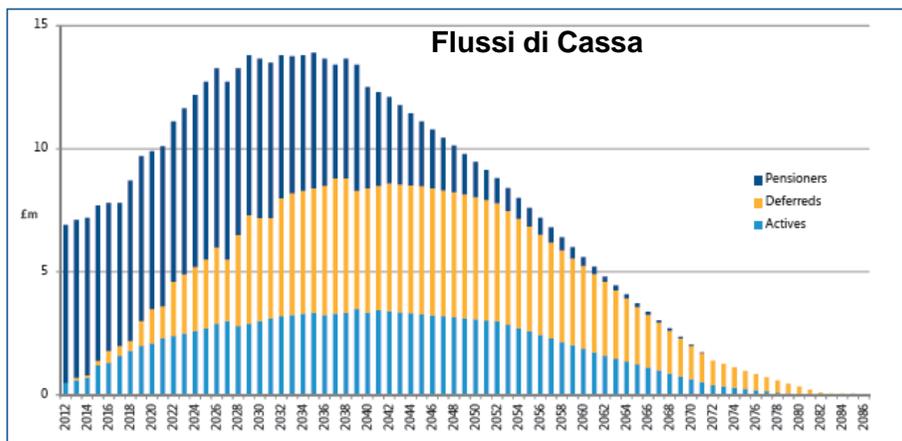
- Partire dai valori iniziali delle passività e delle attività e dei flussi di pagamento attesi attraverso un'analisi attuariale
- Definire le ipotesi più "robuste" per proiettare le passività e le attività nel tempo
- Proiettare attività e passività su un orizzonte di 30 anni
- Ripetere l'operazione per almeno 3,000 differenti scenari economici ('proiezione stocastica')



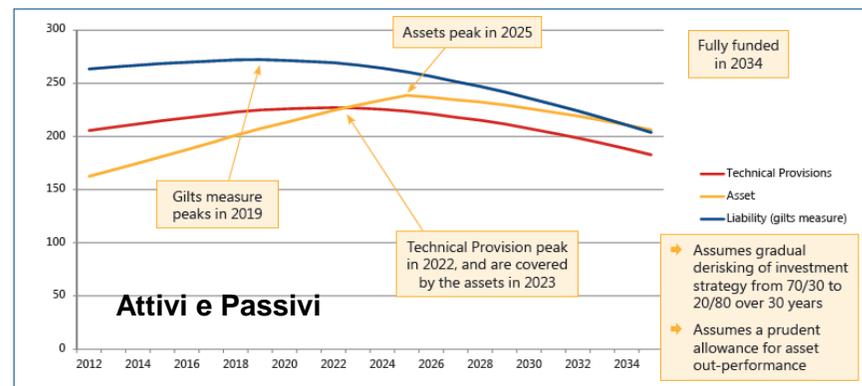
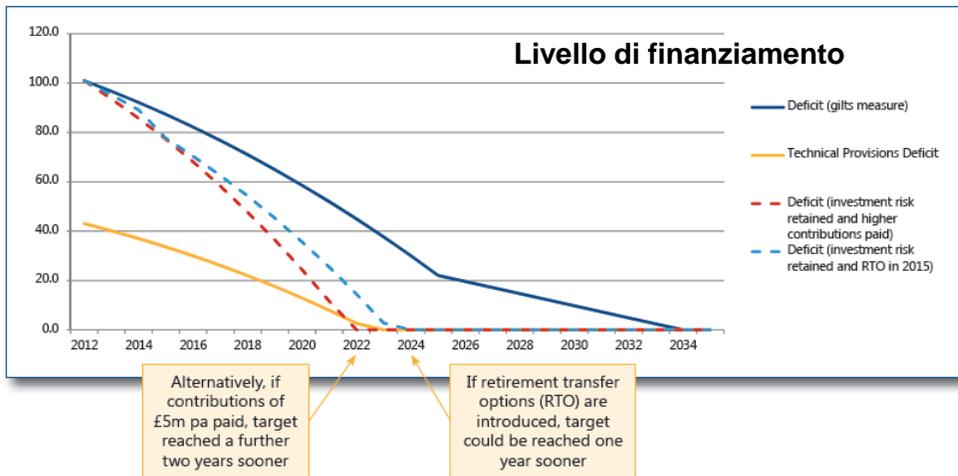
Approccio Olistico al pension liability risk management



Risultati della valutazione: flussi di cassa, livello di finanziamento, attivi e passivi



I risultati della valutazione possono essere facilmente collegati ad innumerevoli tools. In particolare è possibile generare flussi di cassa 3-dimensional che aiutano ad analizzare in modo esaustivo gli impatti economici ad essi collegati



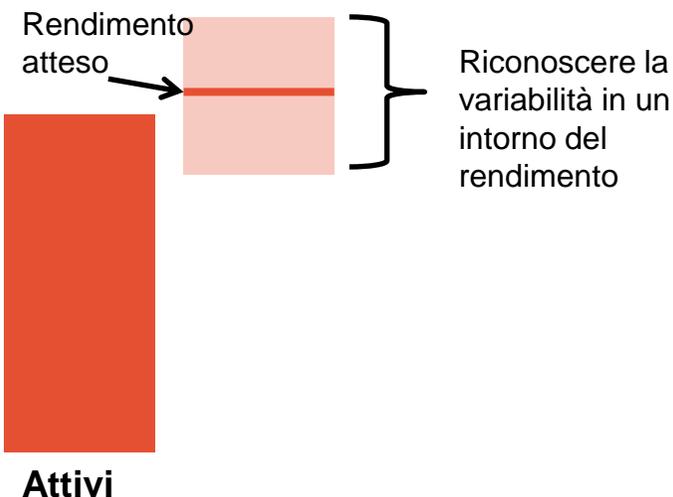
I flussi di cassa generati permettono di definire analisi di sensitività al variare delle ipotesi definendo il più appropriato livello di finanziamento e strategia di investimento

Valutare il rendimento in funzione delle passività

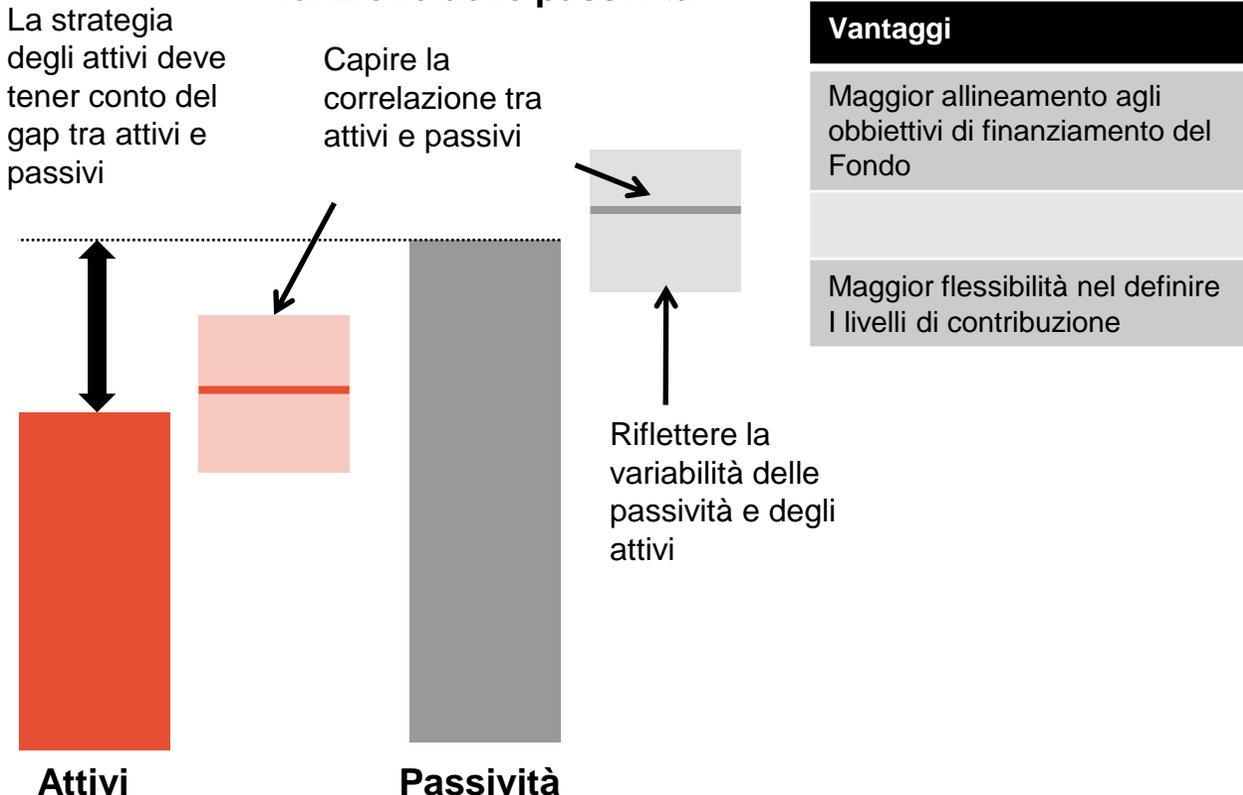
Riteniamo che per investitori come i Fondi sia necessario misurare il rischio ed il rendimento degli investimenti in funzione delle passività

A. Approccio Tradizionale – Viene misurato solo il rischio degli investimenti.

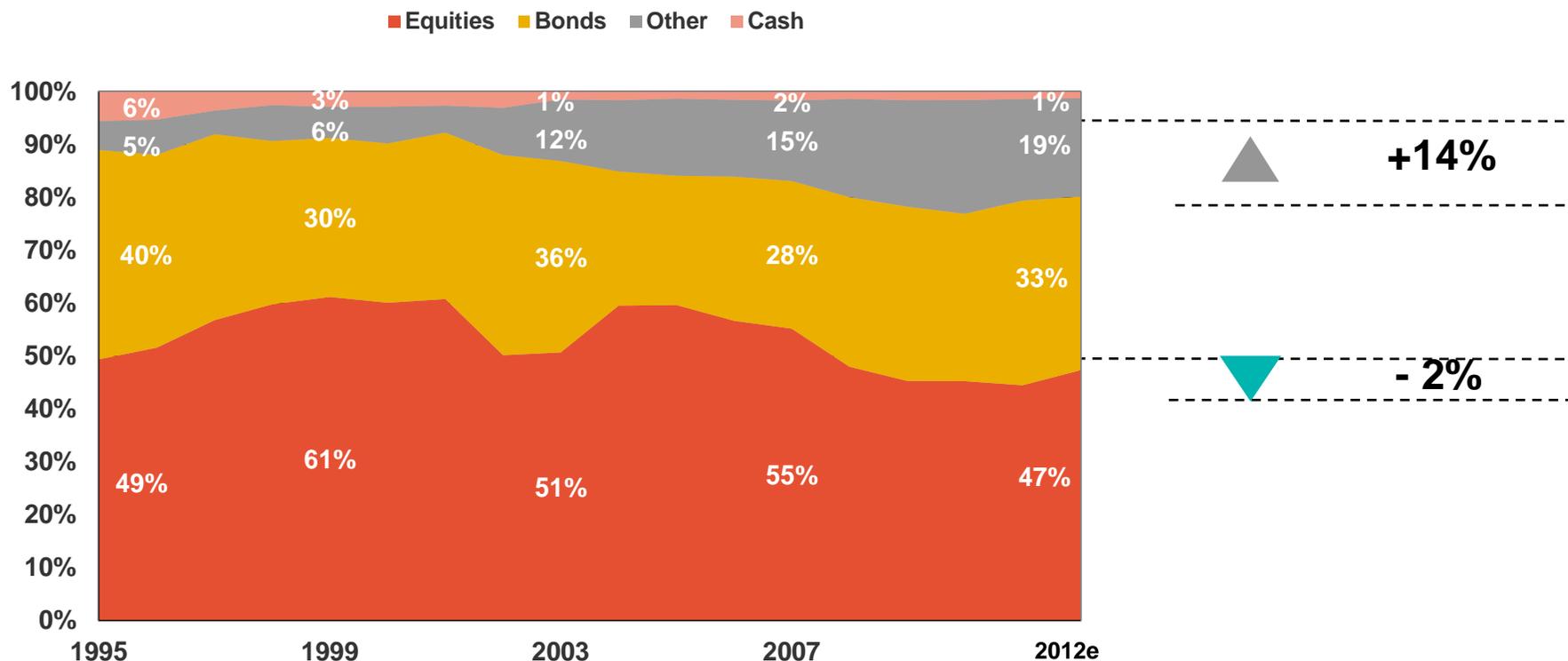
Vantaggi
Gestione semplificata



B. Approccio innovativo – misura del rischio e del rendimento in funzione delle passività



Asset allocation dei fondi pensione a livello globale: tendenze dal 1995 al 2012

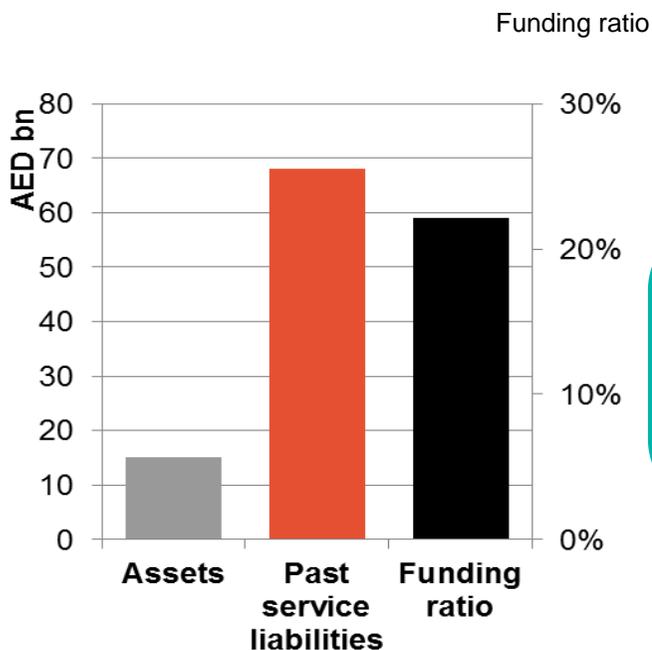


Dal 1995, il peso di azioni, obbligazioni e strumenti monetari si è gradualmente ridotto a favore delle asset class alternative, la cui incidenza è passata dal 5% del 1995 al 19% del 2012.

I dati si riferiscono a Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Canada, Paesi Bassi, Svizzera e Australia (fonte: Towers Watson Global Pension Assets Study 2013)

Definizione del rischio di investimento e del suo rendimento...

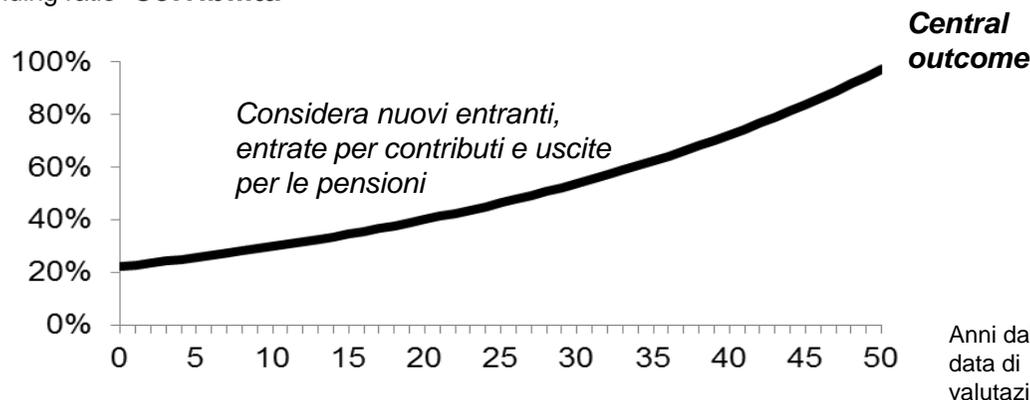
1. Posizione del fondo ad una certa data, sulla base dei benefici maturati in quel momento



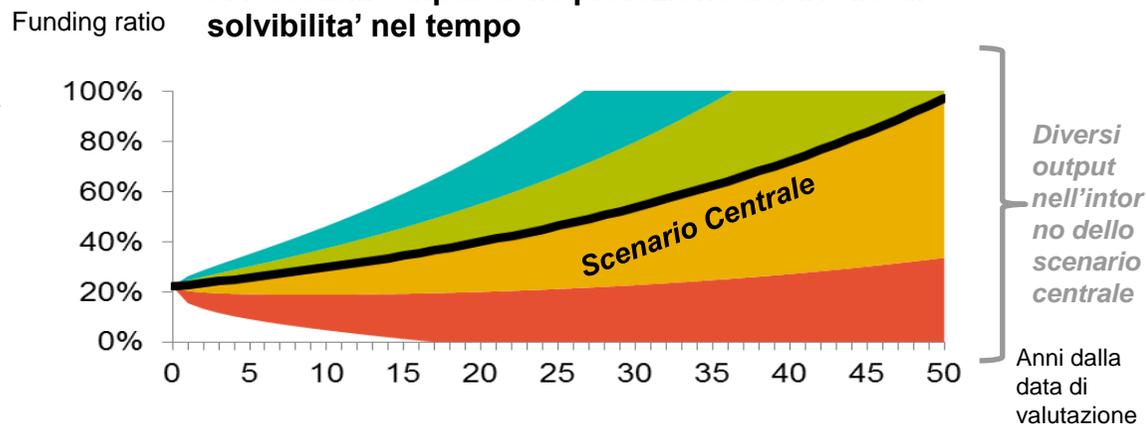
Il calcolo delle passività dipende dalla strategia di selezione degli attivi a copertura.



2. Proiezione del cambiamento nel tempo del tasso di solvibilità'

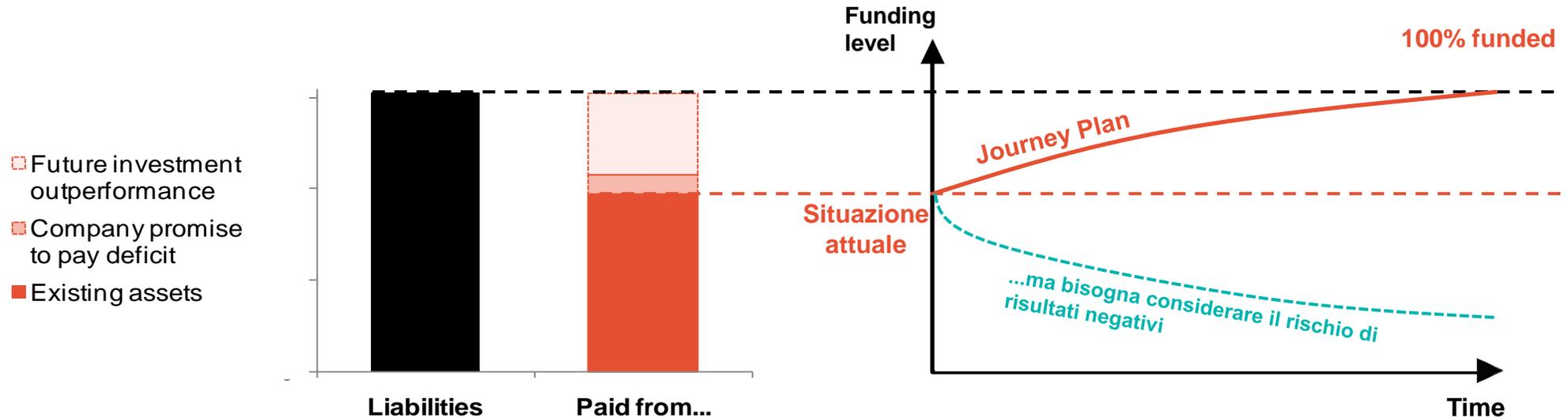


3. Possibili output delle proiezione del livello di solvibilità nel tempo



L'uso dell'ALM mostra il rischio e il rendimento di varie strategie di investimento, con riferimento agli obiettivi di solvibilità di lungo periodo

Journey Planning: come conseguire gli obiettivi?



Domande - chiave:

Possibili risposte:

Dove vogliamo andare?

100% funded? Trasferimento del rischio ad un'assicurazione?

Entro quando?

Un tempo breve può richiedere performance elevate e quindi maggiore rischio. Qual è il livello di rischio che siamo disposti ad assumere?

Come vogliamo andarci?

Possiamo contare anche su un aumento delle contibuzioni?

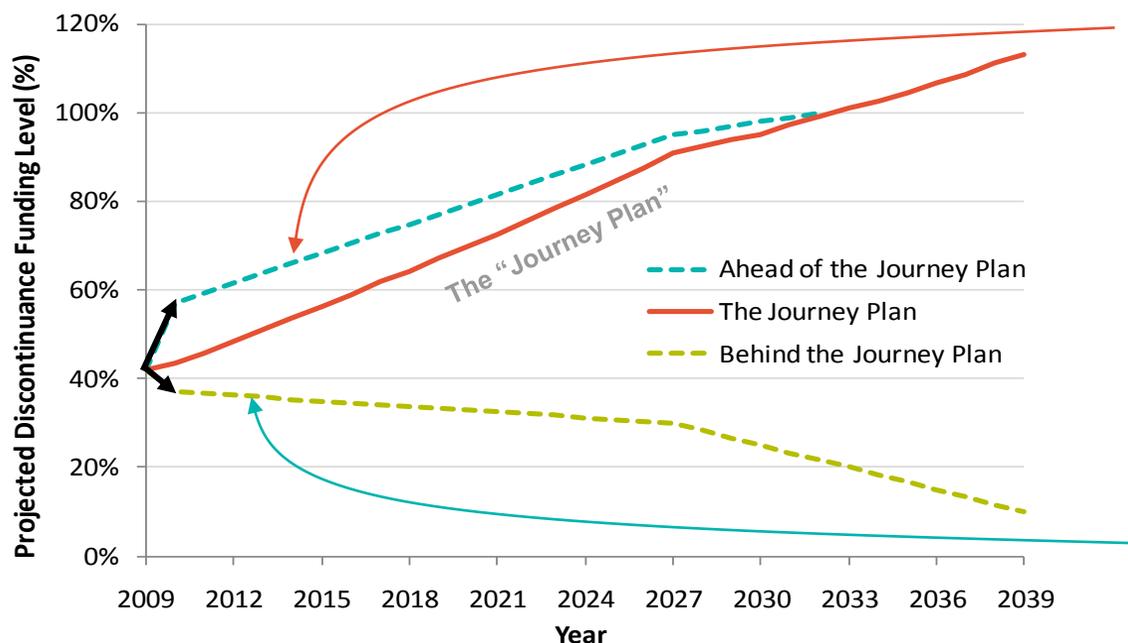
Cosa facciamo se non ci arriviamo?

Possiamo chiedere più contributi? Possiamo posticipare la scadenza?

Monitorare il journey plan

- Nella pratica, i risultati effettivi spesso divergono dagli obiettivi.
- Utilizzare un approccio dinamico per far fronte a questi scostamenti ..

Come evolve il livello effettivo di funding?



Ridurre il profilo di rischio delle attività?

Se il funding attuale è migliore del previsto, è possibile ridurre l'esposizione a classi di investimento rischiose, anticipare la scadenza, ridurre le contribuzioni.

Si possono chiedere contributi aggiuntivi?

Se il funding attuale è peggiore del previsto e si vuole evitare di chiedere contribuzioni aggiuntive, è possibile aumentare il profilo di rischio delle attività o ridurre il rischio delle passività o utilizzare strumenti derivati per riallocare il rischio.

Pension Risk Solutions (PRS)



 E.g. implementing this action could mean that:

- next year's P&L is £3m higher
- the deterioration in the P&L in a 1-in-20 event is £1m less

Action	Description	P&L impact		Cash funding impact (net of cost of implementation)		Balance sheet impact		Feasibility	
		Next year	Risk reduction	Next year	Risk reduction	Next year	Risk reduction	Current feasibility	Prerequisites and other considerations
Quick wins (< 6 months): actions that can be implemented in less than 6 months to result in an immediate improvement									
Review of discretionary practices	Remove "hidden discretions" - historic practices of paying benefits above the level guaranteed under the Plan rules.	£3m	£1m	£1m	£1m	£3m	£1m	✓	None
Quick wins on benefits	Data review, reviewing options and entitlements (e.g. death-in-service, bridging Pensions), Compulsory Open Market Option for DC type benefits	£2m	£5m	£0m	£5m	£10m	£5m	✓	A clean up of data could well facilitate other options
Pensionable Salary cap	Limit future Pensionable salary increases to inflation up to x% a year	£30m	£3m	£3m	£3m	£30m	£3m	✓	Relations with employees; allowable in Rules
Diversify investment strategy	Realign investments to have greater diversification of sources of return	£0m	£3m	£0m	£10m	£0m	£10m	✓	Subject to market conditions
Pension increase exchange (PIE)	Incentivise exchange of inflation-linked increases for no/ fixed increases	£4m	£1m	£0m	£5m	£4m	£5m	✓	New Code of Practice due
Medium-term, high impact projects (> 6 months): actions that require greater planning and governance, but the financial benefits makes them worthwhile									
De-risk	Switch from return seeking to matching assets	£(2)m	£5m	£(1)m	£30m	£0m	£30m	?	Rebalancing costs
Financial hedging	Implement liability hedges to reduce funding volatility	£0m	£5m	£(1)m	£30m	£0m	£30m	?	Market conditions
Longevity hedging	Implement longevity swaps to reduce asset liability uncertainty	£(3)m	£5m	£(1)m	£5m	£(3)m	£5m	?	Likely to become attractive following valuation
Settlement	Partial buy-in / buy-out with insurer	£(10)m	£5m	£(10)m	£20m	£0m	£20m	?	Market conditions and investment strategy
Not suitable for the current time (low impact / obstacles): actions for which there are significant obstacles, or which only have a minor financial impact									
Early retirement exercise	Enhance terms for retirement from DB Plan	£(1)m	£0m	£(1)m	£3m	£(1)m	£3m	n/a	
Manage future accrual	Reduce future accrual / move to DC	£1m	£0m	£1m	£0m	£3m	£1m	n/a	
Enhanced transfer values (ETV)	Incentivise transfers out of DB Plan	£(3)m	£1m	£(2)m	£5m	£(20)m	£5m	✗	New Code of Practice due
Downside protection	Invest to provide protection against (extreme) downside scenarios	£0m	£5m	£0m	£5m	£0m	£5m	✗	

- PRS è un approccio globale al journey planning, che comprende tutte le azioni che il fondo pensione può valutare lungo il percorso ed include una strategia per gli investimenti, per il finanziamento del fondo, per il disegno del piano e per la gestione del passivo. Tali strategie sono analizzate congiuntamente al fine di definire le azioni prioritarie, per raggiungere gli obiettivi che il fondo si è posto.
- L'obiettivo è quello di creare ed implementare una riduzione globale dei rischi piuttosto che perseguire finalità una tantum. Permette al fondo di prendere decisioni avendo una chiara informazione sugli impatti economici, di identificare gli obiettivi chiave e di assegnare le priorità minimizzando il rischio, il tempo ed i costi.

Cosa vuol dire “governance efficace”?

Una buona governance aiuta a:

- Generare il massimo valore a costi più bassi
- Far fronte alle responsabilità
- Rispettare i requisiti previsti dalla normativa
- Minimizzare il rischio reputazionale

Regole precise:

- Chiare attribuzioni delle responsabilità
- Sistemi trasparenti di valutazione dei risultati
- Formalizzazione del processo decisionale

Procedure:

- Compliance
- Efficaci ed efficienti

Organizzazione adeguata:

- Persone motivate e competenti
- Risorse interne o esterne (es. consulenti)



Conclusioni

- ❑ La nozione di appropriatezza delle politiche di investimento è diversa in funzione dei rischi che il fondo assume direttamente.
- ❑ Nei fondi a contribuzione definita i modelli *life cycle* sono considerati fondamentali nei mercati più sviluppati per consentire agli iscritti di massimizzare le loro pensioni.
- ❑ Nei fondi che assumono rischi direttamente è indispensabile adottare un modello ALM di tipo stocastico, integrando competenze finanziarie ed attuariali. In presenza di livello di *funding* inadeguato, ciò consente di disegnare e monitorare in modo efficace il piano di riequilibrio.
- ❑ Lo studio dell'ALM ci consentirà di costruire un AA in linea con gli obiettivi di crescita e copertura del passivo, incrementando l'efficienza del portafoglio e il livello di liquidità attraverso una maggiore diversificazione dei fattori di rischio.
- ❑ Negli ultimi dieci anni la diversificazione degli attivi dei fondi pensione è aumentata sensibilmente, anche nei Paesi in cui prevalgono ancora i fondi a prestazione definita. Fra gli investimenti alternativi, crescono private equity, commodities e infrastrutture.
- ❑ La governance deve essere coerente con la complessità a cui il fondo deve fare fronte attraverso approcci integrati.

GRAZIE

Contatto

Saverio Ivan Abbruzzo

Senior Consultant Actuary, Italy

Via Vittor Pisani, 19
20124 Milano
Italia

+39 02 6378 0165

+39 334 650 7286

ivan.saverio.abbruzzo@towerswatson.com

Disclaimer

Towers Watson Limited has prepared this presentation for marketing purposes only.

No action should be taken based on this document as it does not include any detailed analysis into your own scheme specifics. In preparing this report we have relied upon data supplied to us by third parties. While reasonable care has been taken to gauge the reliability of this data, this report therefore carries no guarantee of accuracy or completeness and Towers Watson cannot be held accountable for the misrepresentation of data by third parties involved.

This document is provided to the recipients solely for their use, for the specific purpose indicated. This document is based on information available to Towers Watson at the date of the document and takes no account of subsequent developments after that date. It may not be modified or provided to any other party without Towers Watson's prior written permission. It may also not be disclosed to any other party without Towers Watson's prior written permission except as may be required by law. In the absence of our express written agreement to the contrary, Towers Watson accepts no responsibility for any consequences arising from any third party relying on this document or the opinions we have expressed. This document is not intended by Towers Watson to form a basis of any decision by a third party to do or omit to do anything.

Please note that investment returns can fall as well as rise and that past performance is not a guide to future investment returns.