

# LA GESTIONE FINANZIARIA NELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

M. Cristina Guerini -

Relationship Manager Istituzionali – Eurizon Capital SGR

16 giugno 2016

# LA GESTIONE DEI RISCHI NEI FONDI PENSIONE

*La nuova disciplina del D.M. 166/14 conferma il principio della sana e prudente gestione, da perseguirsi attraverso l'ottimizzazione della combinazione redditività-rischio, l'adeguata diversificazione e l'efficiente gestione e i principi di diversificazione degli attivi e dei rischi e di contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento. (Fonte: Relazione Covip, 2015)*



## TEV ex post

- Nelle prime convenzioni di gestione e tuttora nei mandati tradizionali è previsto un benchmark ed un limite di TEV ex post, parametrato al grado di gestione attiva o passiva, richiesto al Gestore finanziario



## Mandati a VaR o a volatilità controllata

- I fondi pensione affidano anche mandati flessibili/total return a rischio controllato (VaR o volatilità)



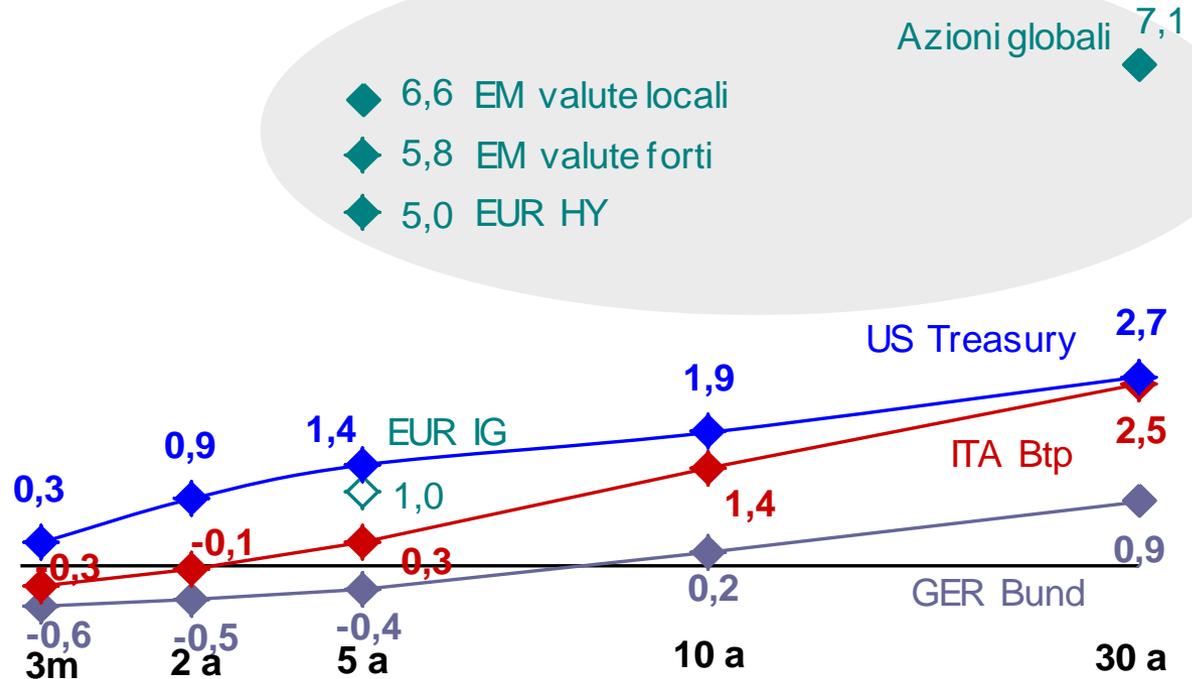
## Mandati Risk Overlay

- L'obiettivo della gestione è di generare profitto in concomitanza di periodi di pronunciata perdita di valore degli attivi che compongono il Portafoglio di Riferimento

# MAPPA DEL VALORE: LA SITUAZIONE ATTUALE

- Rendimenti negativi o nulli sull'obbligazionario di breve termine.
- Rischio rialzo tassi su titoli obbligazionari e fondi a duration costante.
- Le opportunità più interessanti di rendimento si trovano sulle attività finanziarie che necessitano tempi di «attesa» più lunghi.

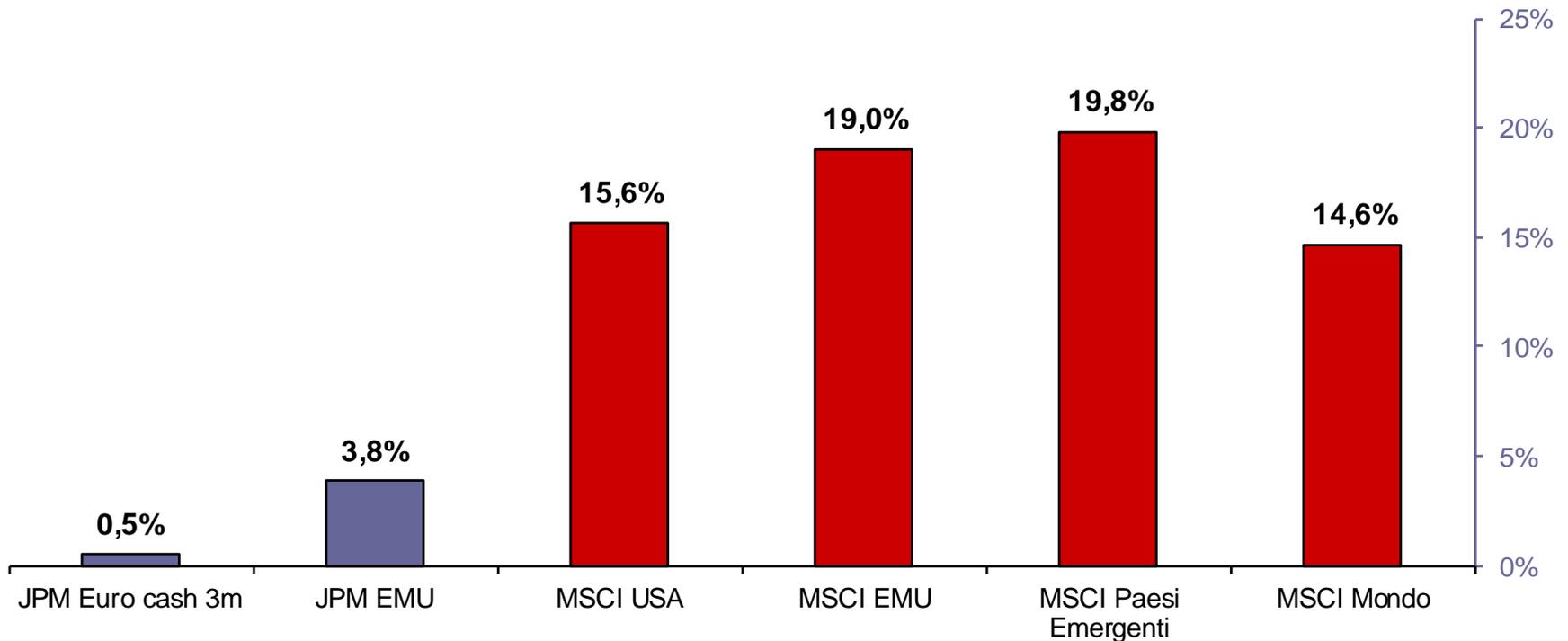
Rendimenti a "scadenza" a confronto (dati al 30 mag)



Fonte: elaborazioni interne Eurizon Capital SGR su dati Datastream al 30/5/2016

# VOLATILITÀ DELLE PRINCIPALI ASSET CLASS

Deviazione standard delle performance annue per i principali mercati



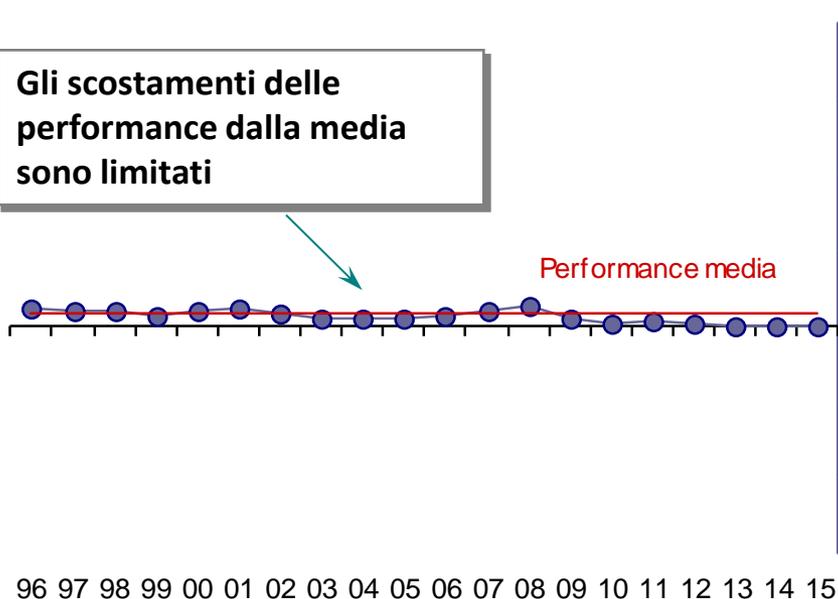
Indici espressi in valuta locale  
Periodo dic. 1996 - apr. 2016

# RENDIMENTI CON VOLATILITÀ BASSA/MEDIA

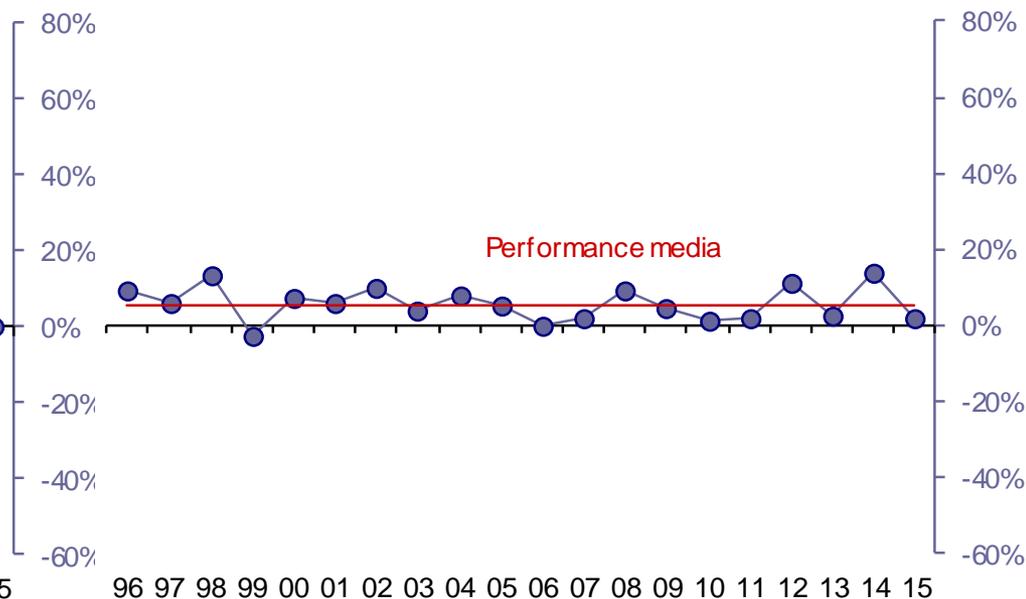
Monetario area Euro  
performance annue

Obbligazioni area Euro  
performance annue

Gli scostamenti delle  
performance dalla media  
sono limitati



Indice JPM Euro cash 3M  
Periodo 31/12/95 - 31/12/15



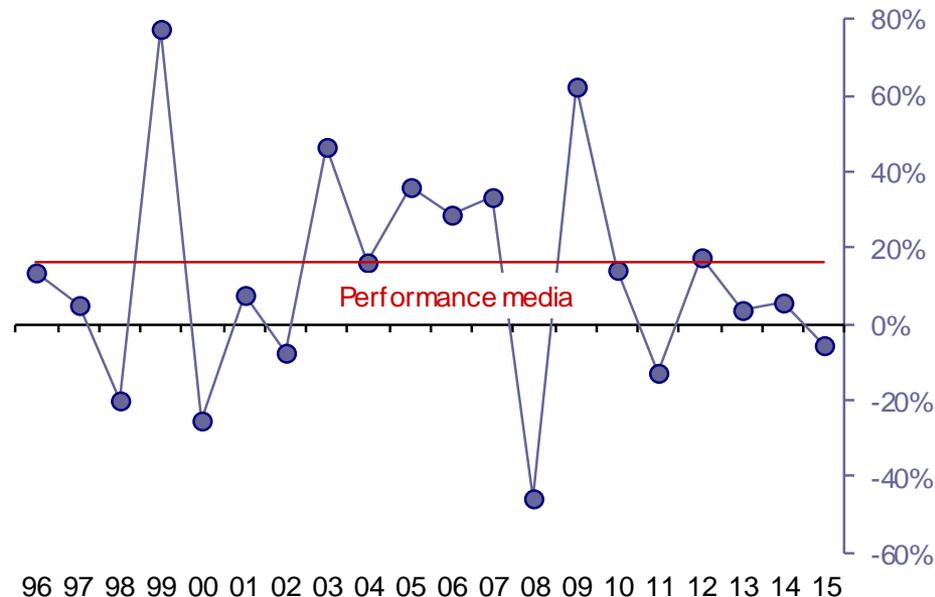
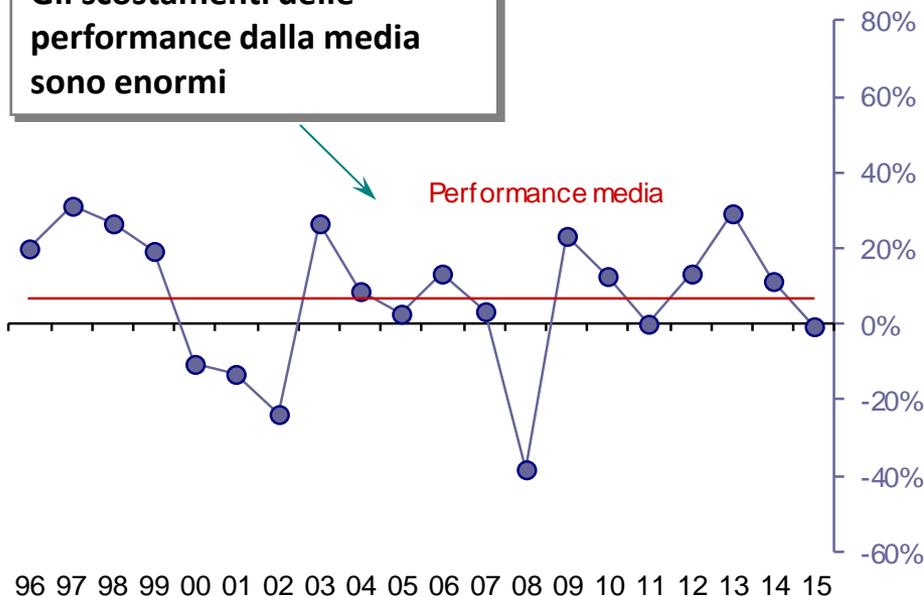
Indice JPM EMU Government bond  
Periodo 31/12/95 - 31/12/15

# RENDIMENTI CON VOLATILITÀ ELEVATA

**Azioni USA  
performance annue**

**Azioni Paesi Emergenti  
performance annue**

**Gli scostamenti delle  
performance dalla media  
sono enormi**



Indice S&P500  
Periodo 31/12/95 -31/12/15

Indice MSCI Paesi Emergenti  
Periodo 31/12/95 -31/12/15

# ESEMPIO DI ASSET ALLOCATION

Alla luce del contesto di mercato e della struttura dei tassi di interesse, di seguito rappresentiamo un esempio di costruzione di portafoglio per un comparto conservativo con le seguenti caratteristiche:

- diversificazione
- buona reattività ad eventuali shock di mercato
- congruenza rispetto all'obiettivo di conseguire risultati positivi su base annua
- Limite di VaR (calcolato su un intervallo di confidenza del 99%) pari al 5% su base annuale

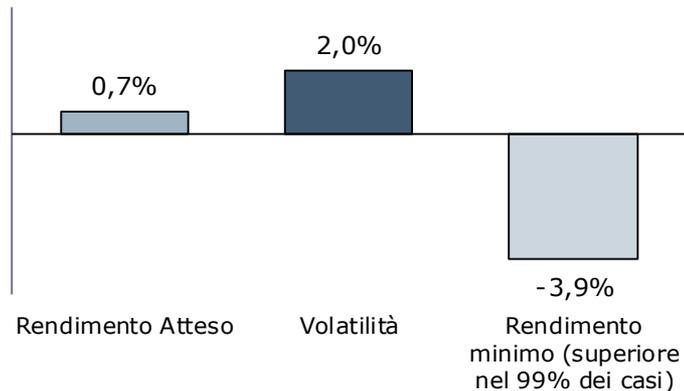
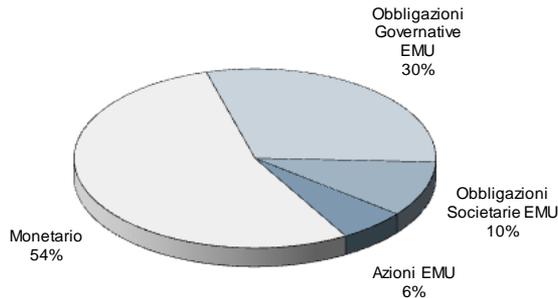
Lo stile di gestione, attivo, si pone l'obiettivo di battere il seguente benchmark strategico:

Benchmark	Pesi
Monetario	54%
Obbligazionario Governativo Emu	30%
Obbligazionario Corporate Emu	10%
Azionario EMU	6%
Totale	100%

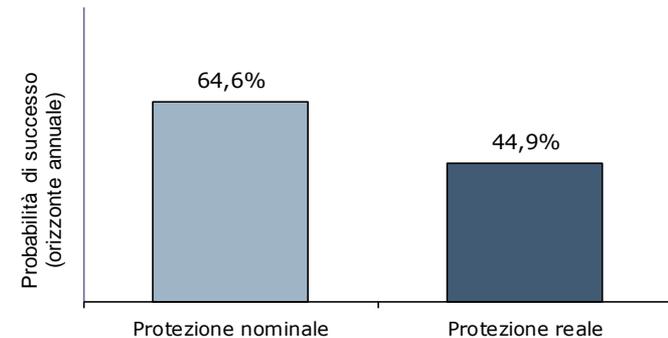
# ANALISI DEL BENCHMARK

## Input del modello

- Rendimenti: valori attesi annui a 5 anni
- Volatilità e correlazioni: dati storici settimanali su orizzonte temporale di 5 anni.
- Obiettivi del portafoglio:
  - Orizzonte temporale 10 anni;
  - Probabilità elevata di conservare il valore reale del portafoglio (con inflazione ipotizzata all'1%);
  - Contenimento del rischio di perdita (rendimento nominale negativo) sull'orizzonte temporale annuale.



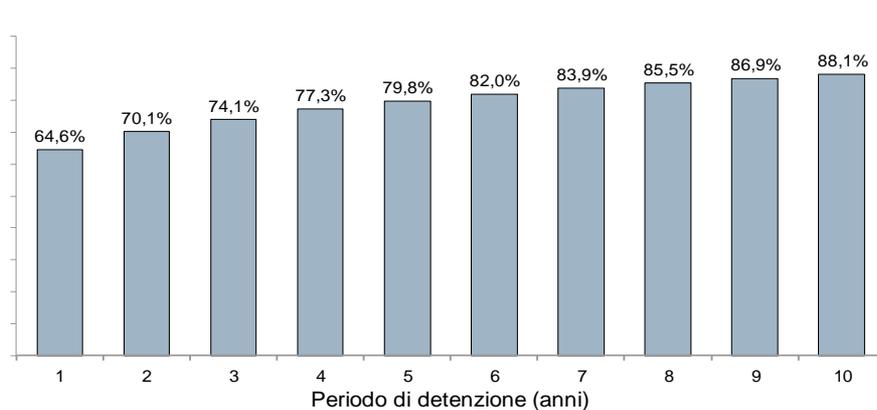
Analisi di volatilità	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni
Rendimento max medio annuo (inferiore nel 95% dei casi)	5,4%	3,4%	2,8%	2,2%
Rendimento min medio annuo (superiore nel 95% dei casi)	-3,9%	-1,9%	-1,3%	-0,7%
<b>Confidenza (%)</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>



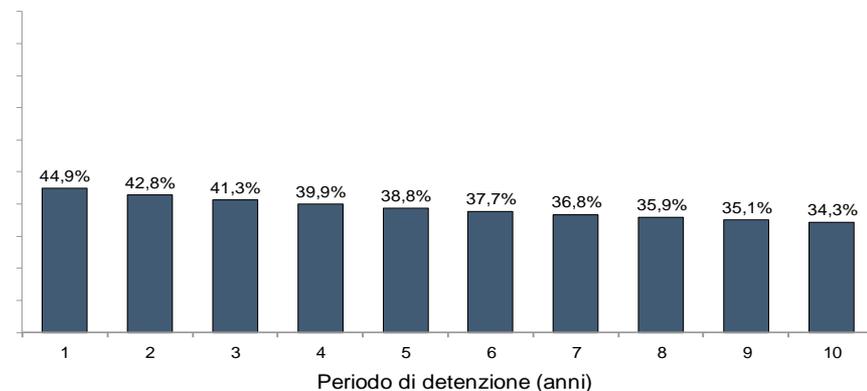
Elaborazione dati Eurizon Capital SGR S.p.A. su fonte Scenario 2016 Intesa Sanpaolo

# ANALISI DELL'ASSET ALLOCATION SU 10 ANNI

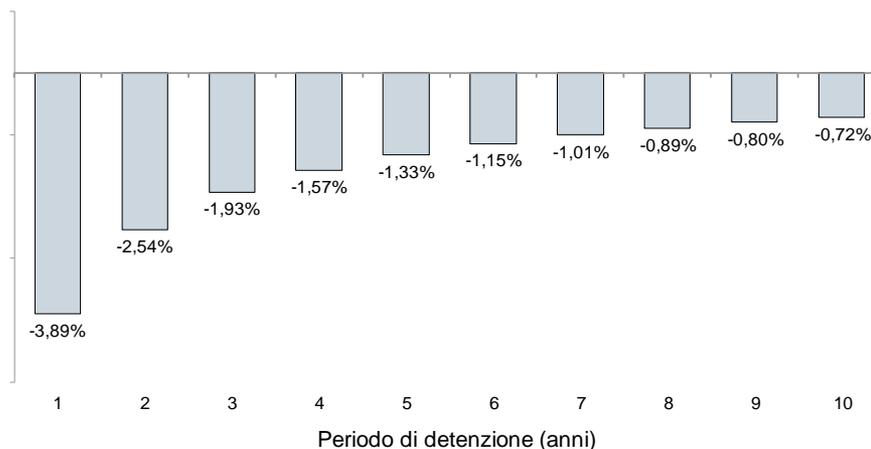
Probabilità di protezione nominale  
(rendimento non negativo)



Probabilità di protezione reale  
(rendimento superiore all'inflazione)



Rendimento minimo medio annuo  
(superiore nel 99% dei casi)



Elaborazione dati Eurizon Capital SGR S.p.A. su fonte Scenario 2016 Intesa Sanpaolo

# TEV EX ANTE: SCOMPOSIZIONE DEL RISCHIO

Risk Source	
Total Risk	1,86
Local Market Risk	1,86
Common Factor Risk	1,86
Industry	0,68
Style	0,06
Term Structure	1,08
Spread	0,03
Emerging Market	0,00
Selection Risk	0,00
Currency Risk	0,00

**TEV EX ANTE:  
IL VOLANTE DEL GESTORE**



**Duration**

**3,87 anni**

**VaR al 99% su base annuale**

**3,07%**

# STRESS TEST

Scenario	Portfolio P&L
1987 Market Crash (Oct. 14 to Oct. 19)	<b>-0,66%</b>
1989 - 1990 Nikkei Stock Price Correction	<b>-1,85%</b>
1995 US Dollar Rally	<b>0,31%</b>
1997 - 1998 Asian Financial Crisis	<b>0,49%</b>
1998 LTCM Collapse	<b>-0,04%</b>
1998 Russian Financial Crisis	<b>-0,50%</b>
1999 Brazillian Real Crisis	<b>-0,10%</b>
2000 Tech Bubble	<b>-0,35%</b>
2001 September 11	<b>-0,65%</b>
2007 - 2008 Oil Price Rise	<b>-3,29%</b>
2008 September - November	<b>-1,63%</b>
2010 Greek Crisis	<b>-0,56%</b>
2010 Irish Debt Crisis	<b>0,57%</b>
2010 Peripheral European Bond Crisis (Oct. 26 to Nov. 11)	<b>-0,49%</b>

Scenario	Portfolio P&L
Equity down - 10%	<b>-0,68%</b>
Euro curve flattening	<b>-0,31%</b>
Euro curve parallel shift (1%)	<b>-0,83%</b>
Spread Govt Ger vs Fra (1%)	<b>-2,48%</b>
Spread govt vs Germany (1%)	<b>-1,73%</b>
Usd curve parallel shift (1%)	<b>-0,22%</b>
Europa -20%	<b>-1,33%</b>

## LIMITI DI TEV EX POST: UN ESEMPIO

*Controllo del rischio.* Per la valutazione e il controllo del rischio viene utilizzato l'indicatore della Tracking Error Volatility, da contenere nel limite del X% semestrale e da calcolarsi secondo le modalità e la formula di calcolo indicate nell'Allegato tecnico alla Convenzione. Il limite indicato (X%) può essere soggetto a modifiche in relazione ad eventuali variazioni del benchmark di riferimento e/o delle linee di indirizzo.

$$T.E._{sem(i)} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{26} \left[ (R_i^P - R_i^B) - (\overline{R_{26}^P} - \overline{R_{26}^B}) \right]^2}{26-1}} * \sqrt{26}$$

Il Gestore è impegnato ad ottenere una volatilità delle differenze di rendimento settimanali tra portafoglio e Benchmark non superiore al X% semestrale.

A partire dalla settimana successiva alla prima verifica si costruisce la serie delle successive 26 rilevazioni settimanali introducendo nella serie la nuova settimana e scartando la prima della serie precedente.

Al momento della verifica, oltre al livello del TEV relativo all'intera serie, deve essere rilevato che non sussistano più di Y osservazioni settimanali superiori al limite di TEV semestrale prefissato.

Il Gestore è tenuto a fornire al Fondo ogni informazione utile a giustificare il superamento del limite e/o la sussistenza di un numero maggiore di rilevazioni settimanali superiori al limite fissato del TEV rispetto a quanto fissato nel punto precedente.

Il Fondo può richiedere al Gestore di rientrare nel limite stabilito entro la (y-z) rilevazione settimanale successiva alla verifica semestrale. In assenza di tale adempimento il Fondo ha diritto di modificare l'ammontare delle risorse attribuite al Gestore ovvero di recedere dal contratto.

# ESEMPIO DI MANDATO TOTAL RETURN A VOLA CONTROLLATA

## Obiettivo del mandato

Il Gestore dovrà perseguire una gestione volta a conseguire un rendimento obiettivo in linea a rivalutazione annua del TFR così come definita all'art. 2120 Codice Civile "Disciplina del trattamento di fine rapporto". Al contempo, il Gestore dovrà contenere nel limite del 5% la volatilità annua effettivamente realizzata ex-post dalla gestione.

## Volatilità

Standard deviation (ex post a 52 settimane, calcolata sulle NAV prodotte dal Service Amministrativo a partire dalla 26esima settimana): massimo 5% su base annua.

**Fonte: [www.cometafondo.it](http://www.cometafondo.it)**

# UN NUOVO APPROCCIO: MANDATI RISK OVERLAY

- ✓ L'obiettivo di un fondo pensione è di fornire ai propri iscritti un rendimento che **assicuri loro un certo tenore di vita nel futuro**, rispondendo a due domande, pertinenti **sia per un sistema a prestazione definita sia per un sistema a contribuzione definita**:

**Quale sarà il tasso di sostituzione?  
Quale è la probabilità di ricevere una prestazione inferiore o superiore?**

- ✓ La risposta risiede nella gestione del portafoglio di attivi: affinché sia in equilibrio con il profilo delle passività (prestabilite o costruite come obiettivo), attraverso tecniche che, da un lato, si prefiggano di raggiungere l'obiettivo di rendimento (Liability Driven Investment) e che, dall'altro, assicurino il portafoglio stesso contro i rischi finanziari (Hedging)
- ✓ Il quadro regolamentare italiano ha espresso a più riprese il principio secondo il quale gli investimenti dei fondi devono essere gestiti in modo tale da rispettare l'adeguatezza tra attività e passività (D. Lgs. 252/2005, Dir. Min. del 10-Feb-2011, Decreto 166/2014 art. 3 c. 2)
- ✓ Anche se si applicano esplicitamente solo ai fondi a prestazioni definite, questi principi **possono essere applicati anche ai fondi a contribuzione definita**, il cui obiettivo, pur non tradotto in passività prestabilite, è analogo: **fornire ai propri aderenti un tasso di sostituzione prefissato**
- ✓ Al livello europeo, la **Direttiva IORP** (Institutions for Occupational Retirement Provision), che stabilisce un quadro specifico per i fondi pensione europei, ha l'obiettivo di:
  - ✓ Aumentare il numero di **fondi pensione paneuropei**, considerato attualmente ancora ridotto
  - ✓ **Garantire la coerenza normativa** fra settori e migliorare la tutela dei soci membri e dei beneficiari
  - ✓ Proporre un approccio che favorisca una **previdenza europea sicura e contemporaneamente sostenibile**

# IL CONCETTO LDI

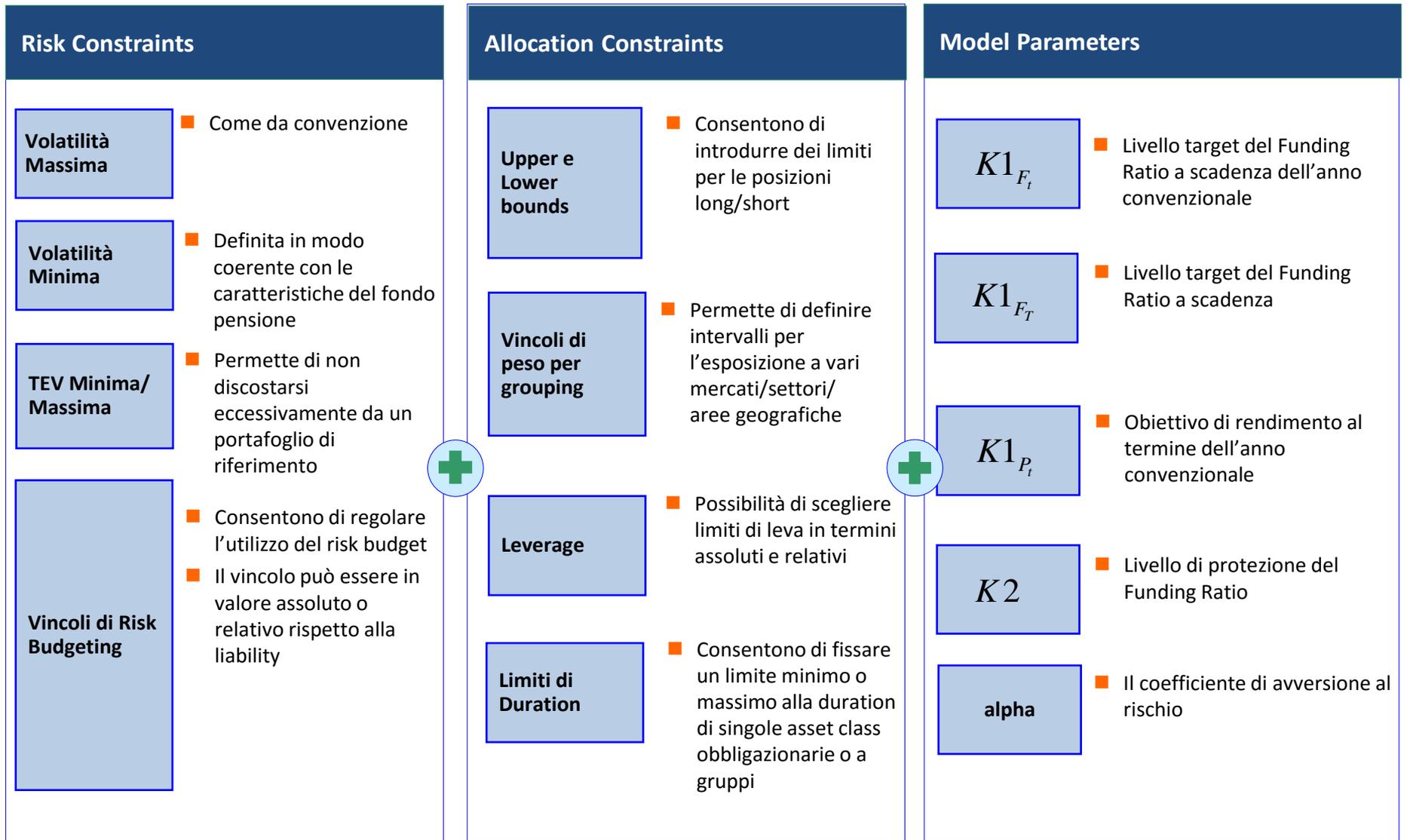
LDI (**Liability Driven Investment**) è un approccio adatto ad investitori che devono gestire le proprie attività **in funzione di una o più passività o obiettivi di rendimento**.

La maggior parte delle **situazioni di investimento reali** possono essere catalogate come Liability Driven (si pensi ad esempio all'inflazione come ad una passività implicita).

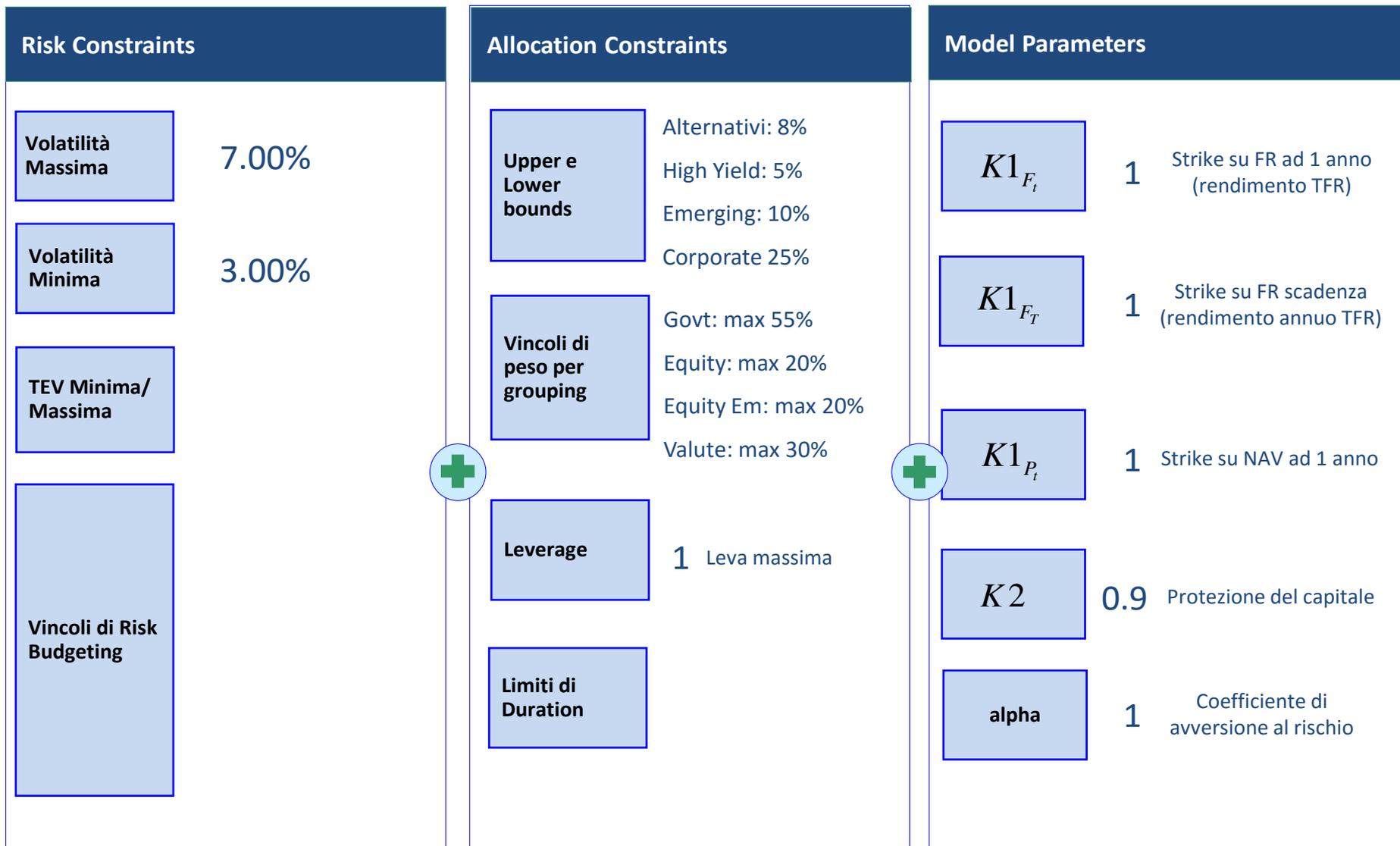
A differenza dei modelli di Asset Allocation tradizionali, come quello di Markovitz, LDI e ALM non fanno riferimento ad unico modello condiviso.

Gli investitori devono gestire autonomamente le interazioni tra asset allocation e liability hedging all'interno di **mercati sempre più mutevoli** ed in un **contesto normativo in continua evoluzione**.

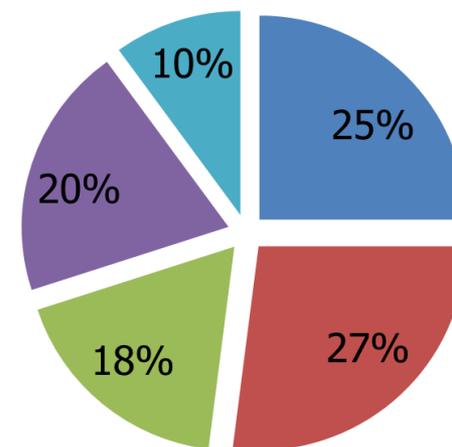
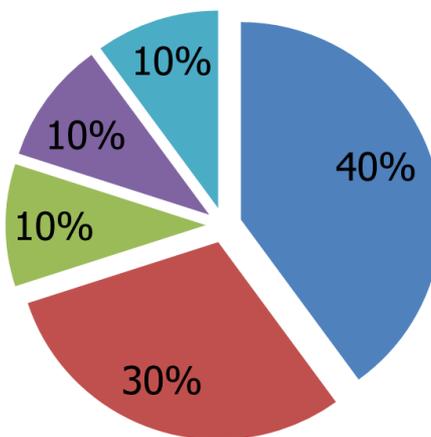
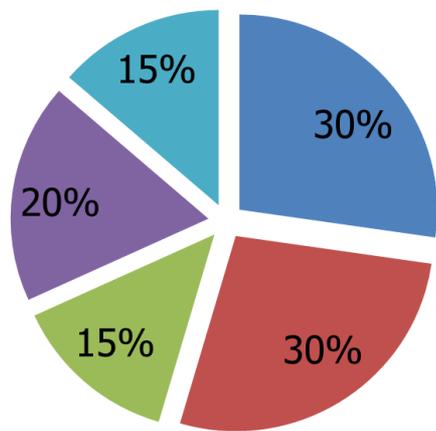
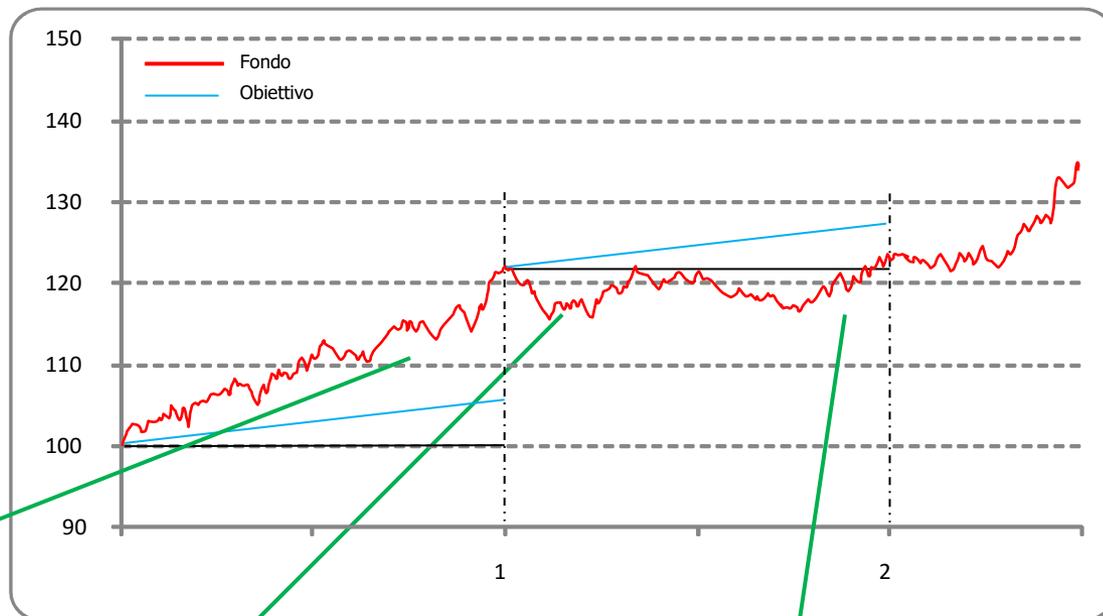
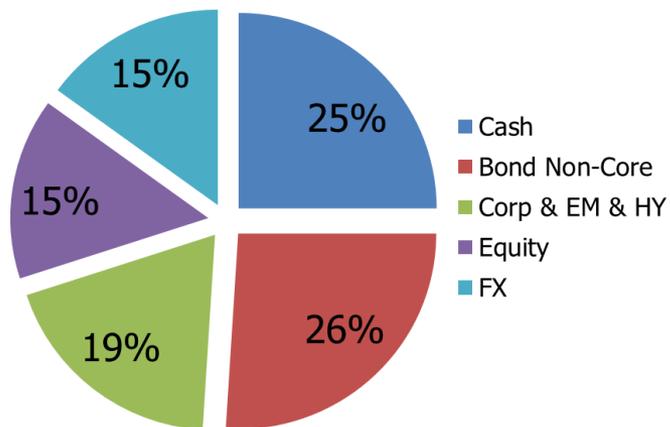
# I VINCOLI



# UNA POSSIBILE SOLUZIONE DI INVESTIMENTO LDI



# UN ESEMPIO DI OUTPUT: ASSET ALLOCATION DINAMICA

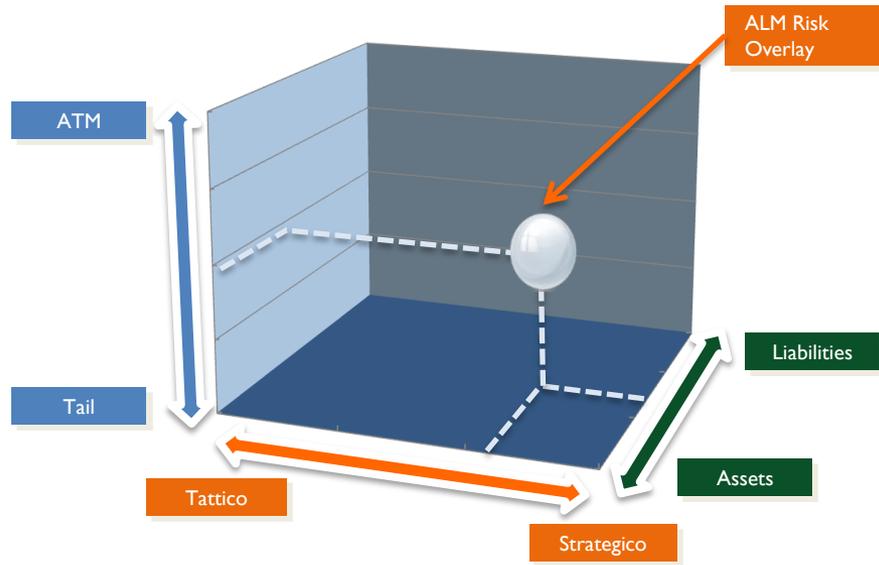


# PARAMETRI DELLA STRATEGIA OVERLAY

- ✓ **La costruzione della strategia di Risk Overlay si fonda sui seguenti parametri, secondo quanto visualizzato nel grafico qui sotto**

## Livello di protezione:

- La moneyness delle coperture rappresenta la distanza fra il livello coperto ed il livello corrente di mercato
- A seconda della tolleranza al rischio, le coperture possono essere implementate per diversi livelli di moneyness: p.e. un livello at-the-money (livello corrente di mercato) o movimenti estremi di mercato (tail risk)



## Quali rischi coprire:

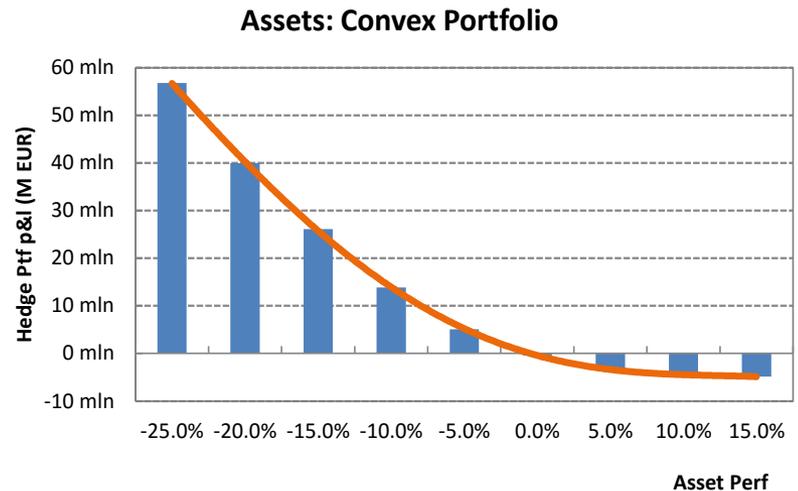
- Solo l'attivo o anche le passività, con un'ottica integrata attivo / passivo
- I tipi di rischi (p.e. tasso e inflazione) a cui è esposto il fondo possono essere diversi a seconda che si considerino solo gli attivi o anche le passività

## Approccio:

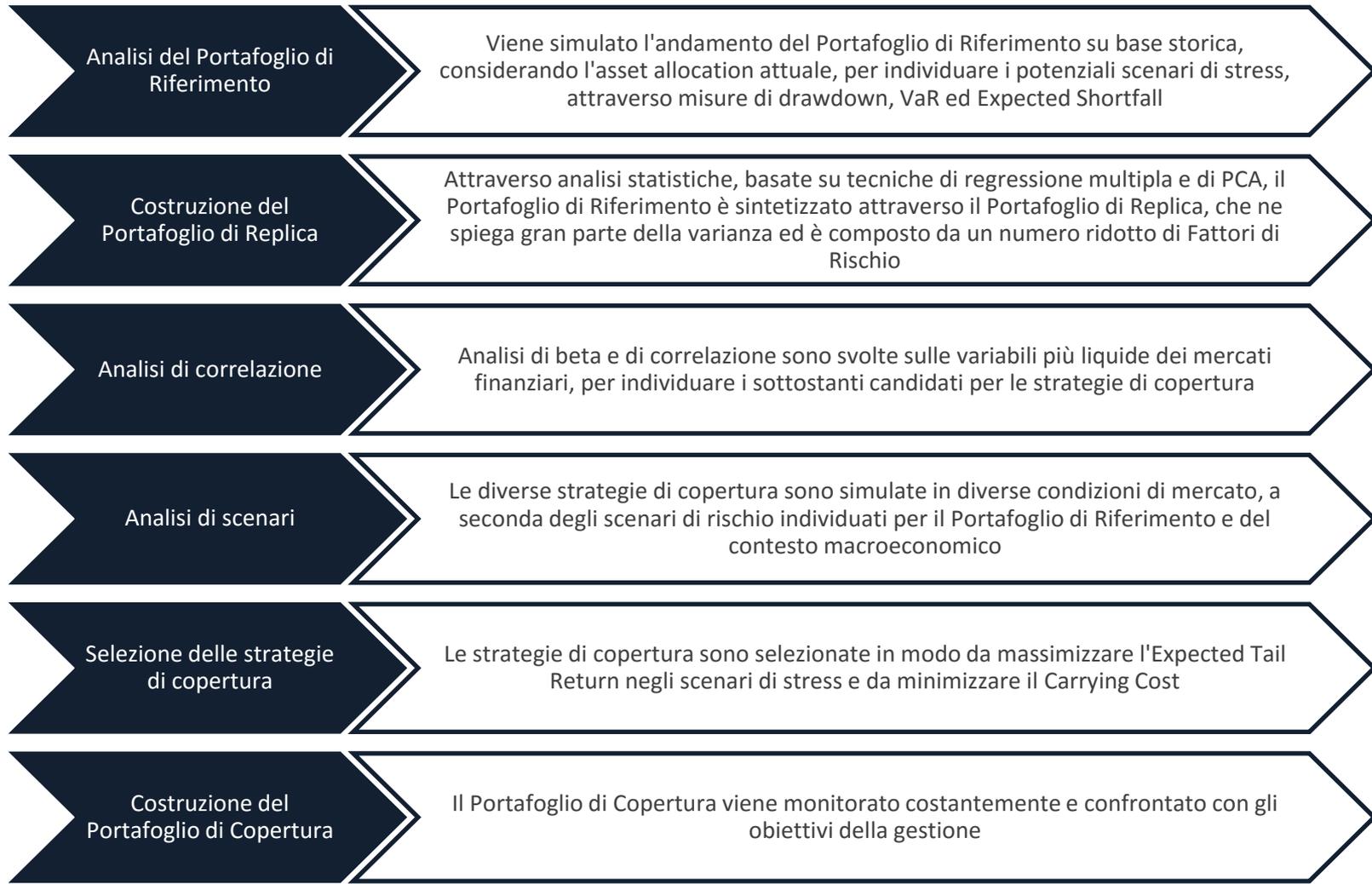
- Strategico, per coprire squilibri strutturali nella posizione finanziaria del fondo, o tattico, per migliorare il fitting della copertura al portafoglio
- Attraverso un approccio core – satellite, è possibile implementare coperture sui rischi strutturali (core) e, al tempo stesso, assicurare che le coperture siano aderenti alla tactical asset allocation con ribilanciamenti in itinere (satellite)

# STRATEGIA DI INVESTIMENTO

- ✓ **L'obiettivo** della gestione è di generare profitto in concomitanza di periodi di pronunciata perdita di valore degli attivi che compongono il Portafoglio di Riferimento
- ✓ La **strategia di protezione** prevede il mantenimento permanente, in ottica assicurativa, di un Portafoglio di Copertura, gestito dinamicamente per garantirne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi prefissati
- ✓ Il Portafoglio di Copertura è costruito in modo da ottenere un **profilo di rendimento convesso** sugli scenari di drawdown, così che:
  - ✓ abbia variazioni di valore trascurabili negli scenari centrali
  - ✓ si apprezzi in modo più che lineare negli scenari di drawdown consistenti
- ✓ Inoltre, il Portafoglio di Copertura è costruito in modo da rispettare un obiettivo **di costo predefinito**, che rappresenta il budget annuale messo a disposizione della protezione
- ✓ La **metodologia** della gestione prevede di selezionare gli strumenti di copertura al fine di massimizzare il recupero atteso di valore per drawdown predefiniti del Portafoglio di Riferimento (**Expected Tail Return**, indicatore di efficacia) e di minimizzare il costo di detenzione della copertura stessa (**Carrying Cost**, indicatore di efficienza)



# PROCESSO DI INVESTIMENTO



# DISCLAIMER

## **Documento ad uso esclusivo dei partecipanti al “Congresso Nazionale Attuari 2016”. È vietata la diffusione al pubblico**

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Eurizon Capital SGR S.p.A. e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo espresso consenso per iscritto da parte di Eurizon Capital SGR S.p.A. che non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in esso contenuto.

Le informazioni riportate sono valide esclusivamente alla data di redazione. Qualsiasi informazione contenuta nel documento potrà, successivamente alla data di redazione dello stesso, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Eurizon Capital SGR S.p.A., senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti.

**Sede Legale**  
Piazzetta Giordano Dell'Amore, 3  
20121 Milano - Italia  
Tel. +39 02 8810.1  
Fax +39 02 8810.6500

**Eurizon Capital SGR S.p.A.**  
Capitale Sociale € 99.000.000,00 i.v. • Codice Fiscale e n. Iscrizione Registro Imprese di Milano 04550250015  
Partita IVA n. 12914730150 • Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella  
Sezione Gestori di FIA • Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di **Intesa Sanpaolo S.p.A.**  
ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari Socio Unico: **Intesa  
Sanpaolo S.p.A.** • Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Società del gruppo **INTESA  SANPAOLO**