

Le valutazioni *Asset Liability Management* (ALM) per le forme di previdenza private di primo e secondo pilastro

Studio Attuariale Visintin & Associati

Introduzione

La gestione integrata delle attività e delle passività (ALM) è una metodologia di analisi aziendale diffusa nel mondo bancario ed assicurativo vita mentre lo è meno in altri settori, quali l'assicurazione danni e la previdenza.

Il presente *paper* descrive l'applicazione di tale approccio valutativo e gestionale nell'ambito previdenziale, illustrando le motivazioni che ne giustificano la diffusione, gli obiettivi che persegue e gli strumenti informatici a disposizione dei gestori di Fondi Pensione ed Enti Previdenziali ad esso dedicati.

Quadro normativo di riferimento: verso un sistema pensionistico più sostenibile

Esaminando le norme emanate in ambito di tutela previdenziale¹, si possono facilmente intuire quali siano gli obiettivi perseguiti dal legislatore: in primis si osserva l'intenzione di ridurre, o quantomeno contenere, la spesa pensionistica pubblica e, in secondo luogo, di tutelare le prestazioni degli aderenti al primo e secondo pilastro previdenziale.

Con l'abbassarsi delle prestazioni garantite dalla previdenza obbligatoria si è osservato e, sperabilmente, si continuerà ad osservare, un persistente incremento dell'utilizzo di Fondi Pensione complementari sia in termini di aderenti che di risorse investite. Tale tendenza concorre al rafforzamento del ruolo sociale ricoperto da questo settore, rendendo quindi necessaria una ridefinizione del *framework* normativo allo scopo di garantire una maggiore tutela nei confronti degli aderenti e dei beneficiari. Gli Enti che gestiscono le risorse dei Fondi di previdenza stanno consolidando,

oltre al predetto ruolo sociale, anche la veste di "investitori istituzionali"; a questa evoluzione è seguito un processo di progressiva emanazione di norme volte a regolamentare le *disclosure*, la vigilanza e soprattutto le scelte di investimento che debbono essere prudenziali e coerenti con l'obiettivo previdenziale e con la realtà di riferimento dei singoli Enti.

In linea con le suddette considerazioni e con il notevole ammontare di risorse patrimoniali gestite (131 miliardi di euro investiti in Fondi Pensione complementari e 66 miliardi in Enti Previdenziali³) sono state emanate delle norme volte a sottolineare l'importanza di una corretta gestione finanziaria degli attivi, evidenziando in particolare la necessità di tenere in primaria considerazione la struttura delle passività previdenziali sottostanti.

Si riportano di seguito alcuni estratti delle suddette norme:

a) Previdenza complementare:

- "L'obiettivo finale della politica di investimento è quello di perseguire combinazioni rischio-rendimento efficienti in un determinato arco temporale, coerente con quello delle prestazioni da erogare[...]" (Delibera Covip 16/03/2012, Art. 3, comma 2);
- "[...], la forma pensionistica definisce il numero di comparti che ritiene utile porre in essere, le combinazioni rischio-rendimento degli stessi, l'eventuale presenza di meccanismi *life-cycle* e il relativo funzionamento. A tale fine vanno attentamente analizzate le caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento e i suoi bisogni previdenziali." (Delibera Covip 16/03/2012, Art. 3, comma 3);

¹ Legge 243/04; Legge 247/2007; Legge 78/2010; Legge 111/2011; Legge 183/2011.

³ Relazione annuale Covip per il 2014 al link: <http://www.covip.it/wp-content/uploads/RelazioneAnnuale2014.pdf>. Il dato relativo agli Enti Previdenziali è riferito al 31/12/2013.

- “I fondi pensione che coprono rischi biometrici, che garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello di prestazioni, adottano strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo l’equilibrio finanziario [...]” (Decreto n. 166/2014, Art. 3, comma 2);
- “I fondi pensione si dotano di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate [...]” (Decreto n. 166/2014, Art. 3, comma 3).

b) Primo pilastro:

- “il punto di partenza della redazione dei suddetti piani⁴ è, quindi, un’analisi integrata delle poste dell’attivo e del passivo, che comprenda una valutazione delle opportunità di investimento, tenuto conto del profilo di rischio del patrimonio e del differenziale tra prestazioni e contributi che nell’arco temporale di riferimento potrebbero generarsi in base alle proiezioni contenute nel Bilancio Tecnico” (Direttiva del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali 10 febbraio 2011).

Mera compliance o efficientamento gestionale

L’adeguamento alle norme sopra descritte richiede, da parte delle diverse forme di previdenza, uno sforzo che può manifestarsi in termini di processi operativi da mettere in atto, di approfondimenti tecnico-scientifici o anche di revisione delle strutture organizzative. Sarebbe auspicabile, infatti, che tali richieste normative costituiscano la base di un processo di evoluzione e di efficientamento dei sistemi di gestione delle forme di previdenza in modo da accrescere la sensibilità e la consapevolezza da parte del *management* sulla rischiosità intrinseca degli impegni previdenziali e finanziari.

Tale richiesta è evidenziata nella proposta di direttiva europea riguardante i fondi pensione occupazionali (IORP II), nella quale, tra gli obiettivi

principali, c’è l’implementazione di un sistema di *governance* che sia proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi detenuti dai singoli Enti.

È chiaro, infatti, che un’*asset allocation* valutata solamente sulla base dell’ottimizzazione del profilo rischio/rendimento degli investimenti potrebbe rivelarsi del tutto inadeguata nel far fronte all’erogazione delle prestazioni previdenziali in termini, ad esempio, di *cash-flow matching*, esponendo la gestione al rischio di reinvestimento e di liquidità. È quindi compito dell’*asset management* inserire nel processo di selezione degli investimenti valutazioni che tengano in debita considerazione il portafoglio delle passività, utilizzando metriche, informazioni e strumenti di valutazione adeguati ed efficienti.

Parallelamente, per quanto riguarda le valutazioni relative alle passività previdenziali (ad esempio le valutazioni di Bilancio Tecnico), spesso queste sono basate su tassi di rendimento deterministici ed ignorano gli effetti che la volatilità delle variabili economico-finanziarie sottostanti può avere sulle obbligazioni previdenziali e sull’evoluzione patrimoniale del Fondo.

Gli obiettivi e i requisiti necessari alla simulazione integrata

Una soluzione alle criticità descritte nel precedente paragrafo consiste nel passare da ottiche *asset-only* e *liability-only* (vedasi gli esempi riportati nel precedente paragrafo) ad un approccio integrato *asset-liability*. La caratteristica principale di quest’ultima metodologia di valutazione consiste nel fatto di considerare i flussi futuri previdenziali dipendenti non solamente dall’andamento demografico della collettività ma anche dall’andamento dei mercati e del portafoglio investito che, a sua volta, dipende dai flussi di cassa in entrata e in uscita, quali contributi e prestazioni previdenziali.

Il *framework* di simulazione integrata permette di ottenere risultati robusti e consistenti con la realtà, da utilizzare quale base informativa per le scelte gestionali; le analisi più comuni per le quali sono utilizzati approcci di valutazione integrata sono, ad esempio:

⁴ Si legga: piani triennali d’investimento.

- valutazioni di *asset allocation* ottimale;
- valutazioni di impatto di variazioni regolamentari o statutarie ;
- *what-if analysis*⁵;
- implementazione e ottimizzazione delle *contingency action*⁶;
- sostenibilità delle politiche di adeguamento delle pensioni in scenari economici stressati;
- valutazione dell'efficacia di strumenti finanziari volti alla mitigazione dei rischi legati alle passività previdenziali⁷.

L'asset allocation ottimale

Come detto nel precedente paragrafo, le analisi che possono essere condotte in un sistema di valutazione integrato sono molteplici; tra quelle di maggior rilevanza c'è lo studio dell'*asset-allocation* ottimale ovvero la scelta del portafoglio di investimenti che massimizza una "misura" obiettivo (rendimento del portafoglio, *funding-ratio*, etc.) ad un prefissato livello di rischiosità (varianza, *Value at Risk*, etc.).

Per eseguire la predetta analisi bisogna innanzitutto effettuare alcune scelte volte a definire l'ambito di lavoro quali, ad esempio, l'orizzonte temporale di interesse, la metrica di valutazione dell'obiettivo, la metrica di valutazione della rischiosità, le classi di attività finanziarie considerate, i limiti di investimento, etc.

A titolo esemplificativo vengono riportati di seguito due grafici che illustrano l'analisi della frontiera efficiente⁸ e del *funding-ratio* al variare delle ipotesi sui vincoli di investimento:

- ipotesi 1: nessun vincolo;

- ipotesi 2: investimenti azionari non superiori al 25%, beni immobiliari non superiori al 15% del portafoglio;
- ipotesi 3: investimenti azionari non superiori al 10%, beni immobiliari non superiori al 10% e obbligazioni corporate non superiori al 35% del portafoglio.

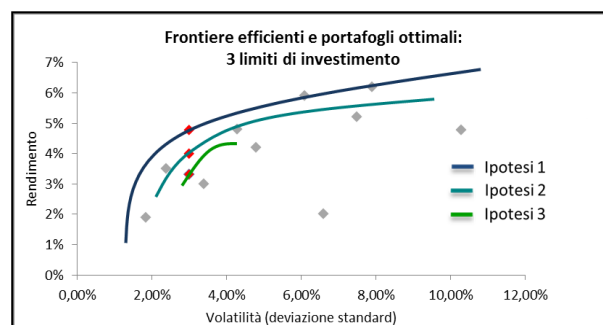


Figura 1: analisi della frontiera efficiente.

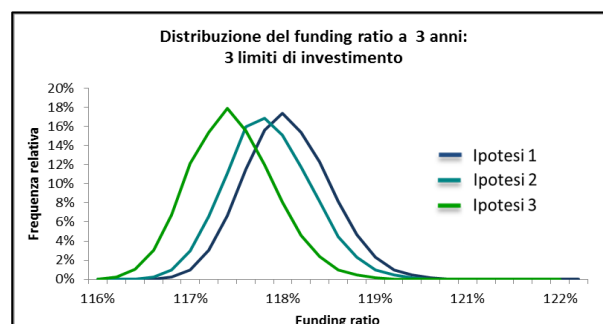


Figura 2: distribuzione del *funding-ratio*.

La piattaforma utilizzata dallo Studio Attuariale Visintin & Associati

In risposta alla crescente richiesta di valutazioni integrate come descritte nei precedenti paragrafi, lo Studio Attuariale Visintin & Associati ha sviluppato un approccio metodologico che ha permesso la predisposizione di un *software* di simulazione integrata *asset-liability* ovvero uno strumento informatico basato su processi di proiezione stocastica volti a replicare l'evoluzione del Fondo nella maniera più coerente possibile alla realtà di riferimento. Detto *software* è estremamente flessibile e parametrizzabile, potendosi adattare ai diversi approcci di analisi descritti in precedenza ed alle variegata realtà previdenziali in essere nel mercato italiano.

⁵ Lo scopo delle analisi "*what-if*", traducibile con "cosa succede se", è quello di analizzare la risposta, in termini di equilibrio e sostenibilità del Fondo, a specifici scenari avversi (extra mortalità degli assicurati, rendimenti di mercato negativi, fallimento di una controparte, etc.).

⁶ Le *contingency action* sono delle azioni manageriali da porre in essere in particolari situazioni sfavorevoli.

⁷ Ad esempio gli *inflation-indexed bond*, i *vanilla survivor swaps*, i *longevity bond*, etc.

⁸ La frontiera efficiente è l'insieme delle combinazioni ottime in termini di risultato e rischiosità (massimizzazione del risultato minimizzando il rischio).

Per quanto riguarda la proiezione delle variabili finanziarie (curve di tassi d'interesse, indici azionari, indici immobiliari, etc.), la simulazione è supportata da un *Economic Scenario Generator (ESG)*, ovvero un *software* di simulazione di scenari economici basato su modelli di proiezione stocastica (*Geometric*



Brownian Motion, Vasicek, Hull & White, HJM, etc.), parametrizzati in relazione agli andamenti storici del mercato o alla situazione in essere alla data di valutazione⁹; l'output

dell'ESG è un insieme di possibili andamenti futuri delle variabili finanziarie oggetto della simulazione¹⁰. Per quanto riguarda invece l'evoluzione della collettività e la proiezione dei *cash-flow* previdenziali, analogamente ai programmi di calcolo tradizionalmente usati per i Bilanci Tecnici, la valutazione si basa su simulazioni di tipo Montecarlo: a partire da un dettagliato sistema di ipotesi socio-demografiche ed economiche (tavole di mortalità, tassi di abbandono, *trend* occupazionali del settore, dinamiche retributive, etc.) si "sorteggia", per ogni individuo presente nella collettività, il verificarsi o meno dei possibili eventi (decesso, abbandono, incremento retributivo, etc.). L'aspetto innovativo di questo approccio metodologico / software è l'implementazione al suo interno delle regole di interrelazione tra la parte finanziaria e quella previdenziale ovvero la capacità di far interagire il portafoglio di investimenti con le passività previdenziali, in entrambe le direzioni di seguito illustrate:

- l'evoluzione patrimoniale e il rendimento finanziario realizzato ad ogni *step* simulativo si riflettono, secondo le norme statutarie e regolamentari, sulle prestazioni previdenziali (adeguamento delle rendite in pagamento, rivalutazione dei montanti contributivi, etc.)¹¹;

- l'andamento dei *cash-flow* previdenziali (contributi incassati al netto delle prestazioni erogate) influisce sulla disponibilità patrimoniale e sulle necessità di investimento/disinvestimento del portafoglio finanziario in essere.

Si riportano a seguire un grafico e una tabella che illustrano l'impatto della variazione di alcune ipotesi finanziarie (tasso di inflazione) e demografiche (tavola di mortalità) sui flussi di cassa previdenziali e sul *funding-ratio* di un ipotetico Fondo¹²:

- scenario base: tavola di mortalità A62¹³, tasso di inflazione 2%;
- *stress 1*: tavola di mortalità A62, tasso di inflazione 2,5%;
- *stress 2*: tavola di mortalità A62 abbattuta del 10%, tasso di inflazione 2%;
- *stress 3*: tavola di mortalità A62 abbattuta del 10%, tasso di inflazione 2,5%.

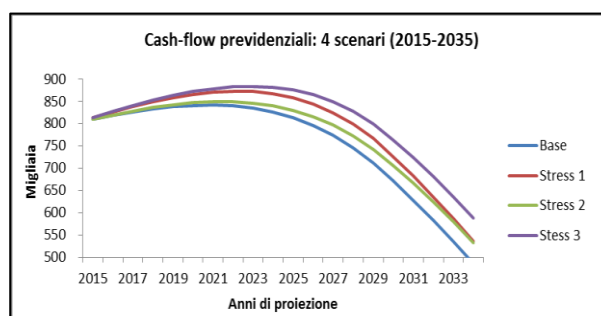


Figura 3: andamento medio¹⁴ dei Cash Flow delle prestazioni future nello scenario base e negli scenari stressati.

Scenario	PVFCF	Delta	Funding ratio
Base	13.995.314	0%	100,03%
Stress 1	14.765.464	5,50%	94,82%
Stress 2	14.580.924	4,18%	96,02%
Stress 3	15.412.943	10,13%	90,83%

Figura 4: valori attuali medi delle prestazioni future (colonna PVFCF), differenze percentuali degli scenari stressati rispetto allo scenario base (colonna Delta) e *funding-ratio*.

⁹ Approccio di simulazione *real-world vs risk-neutral*.

¹⁰ Il *software* è stato predisposto anche per acquisire in input scenari economici predisposti da altri soggetti.

¹¹ La differenza rispetto ai modelli di Bilancio Tecnico è che il tasso non è un input (tasso deterministico per l'intera proiezione) ma è dipendente dalle condizioni di mercato tempo per tempo in essere.

¹² Patrimonio: 14 milioni; numero contribuenti: 0; numero pensionati: 200; età media: 75 anni; rendita annua media: 4.000 €; tasso rendimento patrimonio: 2%.

¹³ Tavola demografica per le assicurazioni di rendita rilasciata da ANIA nel 2014.

¹⁴ Le curve del grafico rappresentano la media delle mille curve (generate da altrettante elaborazioni) per ognuno degli scenari (quindi 4mila elaborazioni totali).

Conclusioni

A prescindere dalle analisi che possono essere condotte con gli approcci sopra descritti, di cui si sono fatti solamente alcuni esempi, è importante che queste vengano effettuate coerentemente e in modo da essere tra loro confrontabili.

Nonostante la normativa italiana richieda analisi integrate tra le attività e le passività previdenziali solamente per gli Enti di primo pilastro, si ritiene probabile che a breve si muoverà in tale ottica anche per la previdenza complementare, incalzata dalla normativa IORP in fase di definizione.

In questa fase di evoluzione, tanto della normativa quanto dei principi metodologici sottostanti, **il management dovrà avere tra i propri strumenti decisionali i risultati di valutazioni di rischio integrati, in quanto forniscono una disclosure estremamente dettagliata riguardo le correlazioni che intercorrono tra i due principali comparti di rischio (finanziario e previdenziale) e quindi permettono una più efficiente gestione previdenziale sia in ambito attivi che passivi.**

Gli Enti più virtuosi in tal senso, già dispongono di un presidio organizzativo dedicato all'individuazione, alla valutazione e alla gestione dei rischi, il tutto integrato con strumenti, processi e competenze atte a supportare i suddetti ruoli.

Lo Studio Attuariale Visintin & Associati da anni si occupa di valutazioni stocastiche, bilanci tecnici, ALM e *risk-management*, con strumenti sempre più affinati grazie alla profonda conoscenza del mercato previdenziale e sempre allineati alle evoluzioni normative.

Lo Studio si propone quindi di supportare le diverse realtà previdenziali riguardo le scelte metodologiche e l'implementazione di valutazioni integrate tra attivi e passivi in ottica *risk based*, frutto di modelli, analisi, conoscenze ed esperienze sia attuariali che finanziarie maturate nel tempo.