

Modelli gestionali del risparmio previdenziale: il delicato equilibrio tra obiettivi, governance e trasparenza

Seminario tecnico Mefop “Oltre il benchmark: le nuove prospettive nei modelli gestionali degli investitori previdenziali”

Roma, 17 aprile 2012

Lucidi a supporto dell'intervento di
Giuseppe Corvino

Una breve premessa

Parlare di benchmarking e di modelli gestionali per investitori previdenziali richiede la preliminare definizione del campo di azione, che nel caso specifico è definito da tre dimensioni:

1. gli obiettivi del risparmio previdenziale;
2. il modello di governance dei fondi pensione;
3. la trasparenza verso gli aderenti.

Purtroppo, tali dimensioni sono spesso in contrasto tra di loro.

Una breve premessa

Parlare di benchmarking e di modelli gestionali per investitori previdenziali richiede la preliminare definizione del campo di azione, che nel caso specifico è definito da tre dimensioni:

1. **gli obiettivi del risparmio previdenziale;**
2. il modello di governance dei fondi pensione;
3. la trasparenza verso gli aderenti.

Purtroppo, tali dimensioni sono spesso in contrasto tra di loro.

Gli obiettivi del risparmio previdenziale

La chiara e precisa qualificazione e quantificazione degli obiettivi del risparmio è alla base di ogni scelta in materia di investimento dello stesso.

Nel caso dei fondi pensione italiani, qual è l'obiettivo da soddisfare?

Come lo si può qualificare?

Come lo si può quantificare?

La deliberazione Covip del 16 marzo 2012

Art. 2.

(Documento sulla politica di investimento)

1. L'organo di amministrazione di ciascuna forma pensionistica delibera un documento sulla politica di investimento (di seguito: documento).
2. Il documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che la forma pensionistica intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio-rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i **bisogni previdenziali** degli aderenti.
3. Il documento individua:
 - a) gli **obiettivi** da realizzare nella gestione finanziaria;
 - b) i criteri da seguire nella sua attuazione;
 - c) i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo;
 - d) il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti.

Alcuni possibili obiettivi del risparmio (Keynes 1973)

- Costituire una riserva per far fronte a spese impreviste (**m. precauzionale**)
- Beneficiare degli interessi e delle plusvalenze derivanti dal risparmio, perché, ad esempio, si desidera che il consumo futuro sia maggiore di quello attuale (**m. della sostituzione intertemporale**)
- Accrescere nel tempo la capacità di acquisto, soddisfacendo una naturale tendenza a perseguire un costante miglioramento del tenore di vita (**m. di miglioramento**)
- Conseguire l'indipendenza economica e la possibilità di sostenere un certo livello di consumo, anche in assenza di una precisa idea o di una chiara intenzione di acquisto (**m. di indipendenza**)

Alcuni possibili obiettivi del risparmio (Keynes 1973)

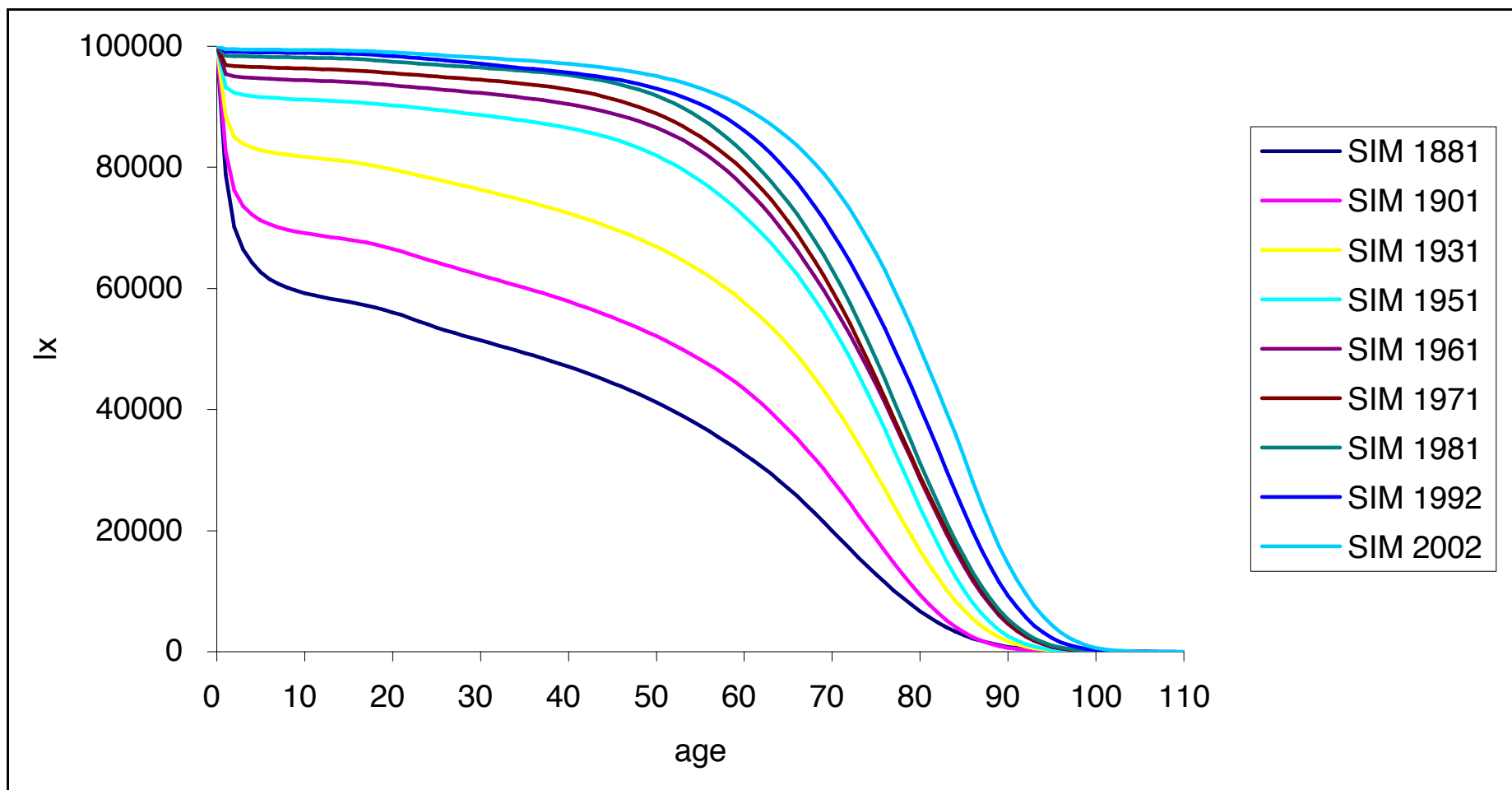
- Mettere al sicuro delle disponibilità monetarie per realizzare un'azione speculativa o imprenditoriale (**m. speculativo-imprenditoriale**)
- Trasmettere un patrimonio agli eredi (**m. ereditario**)
- Appagare l'esagerata e costante avversione nei confronti degli atti di spesa in quanto tali (**m. di avarizia**)
- *Dotarsi delle risorse necessarie per far fronte a una prevista insufficienza del reddito futuro rispetto ai bisogni individuali o familiari (**m. previdenziale**)*

La qualificazione del risparmio previdenziale

“Dotarsi delle risorse necessarie per far fronte a una prevista insufficienza del reddito futuro rispetto ai bisogni individuali o familiari” (m. previdenziale) vuol dire:

- proteggersi dal rischio di investimento?
 - In senso assoluto?
 - In senso relativo?
- proteggersi dal “rischio” di longevità?
- proteggersi dal rischio di inflazione?
 - In senso assoluto?
 - In senso relativo rispetto a beni e servizi (scuole per i nipoti, ospedali, ...) di cui si usufruirà una volta in pensione?
- proteggersi da cambiamenti nel sistema di previdenza pubblica di base (TFR)?

Il “rischio” di longevità



Funzioni di sopravvivenza

La quantificazione dell'obiettivo del risparmio previdenziale

Se già la qualificazione degli obiettivi del risparmio previdenziale presenta delle difficoltà, la relativa quantificazione non è da meno, anzi...

Quantificare gli obiettivi del risparmio previdenziale vuol dire – essenzialmente – trovare un parametro quantitativo (di seguito “benchmark del fondo”) in grado di misurare il valore ad oggi delle risorse necessarie per soddisfare a scadenza il bisogno previdenziale (di seguito “Valore delle prestazioni”).

Per fare questo, spesso occorre adottare delle ipotesi a volte soggettive.

Purtroppo, quando si passa dalla teoria alla pratica, la quantificazione di un obiettivo come quelli prima ricordati è complessa.

La quantificazione dell'obiettivo del risparmio previdenziale

La gestione finanziaria deve quindi essere impostata in modo tale da far sì che il valore delle risorse gestite dal fondo sia sempre superiore al valore delle prestazioni.

Per far sì che ciò accada, occorre quindi costruire un portafoglio di attività il cui valore di mercato replichi nel continuo la dinamica del benchmark del fondo (cd. Liability Driven Investment) e misurare il rischio di non raggiungimento del benchmark del fondo (e, quindi, degli obiettivi del fondo stesso).

Purtroppo, quando si passa dalla teoria alla pratica, impostare, realizzare, controllare e correggere una politica di investimento di tipo LDI è complesso laddove il benchmark del fondo non sia già per sua stessa natura direttamente replicabile (come accade con gli attuali benchmark).

La deliberazione Covip del 16 marzo 2012

Art. 3.

(Obiettivi della politica di investimento)

1. Il documento indica gli obiettivi che la forma pensionistica mira a realizzare con riferimento sia all'attività complessiva sia a quella dei singoli comparti.
2. 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; esse devono consentire di massimizzare le risorse destinate alle prestazioni esponendo gli aderenti a un **livello di rischio** ritenuto accettabile.
3. Per il raggiungimento dell'**obiettivo finale**, 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**.

In sintesi: gli obiettivi del risparmio previdenziale

Il primo – estremamente delicato – nodo da sciogliere riguarda la ricerca del punto di equilibrio tra “qualità oggettiva” del benchmark del fondo e sua gestibilità.

In altri termini, il primo compromesso con cui “sporcarsi le mani” riguarda la scelta del benchmark del fondo, posizionandosi tra due estremi (in quanto tali, entrambi privi di senso):

- adozione di un benchmark di mercato, rinunciando a qualificare e quantificare il bisogno previdenziale, ma avendo relativa semplicità nella gestione;
- adozione di un benchmark LDI, qualificando e quantificando il bisogno previdenziale, ma ponendosi di fronte ad una gestione complessa.

Nel posizionamento relativo, il modello di governance gioca un ruolo non secondario.

Una breve premessa

Parlare di benchmarking e di modelli gestionali per investitori previdenziali richiede la preliminare definizione del campo di azione, che nel caso specifico è definito da tre dimensioni:

1. gli obiettivi del risparmio previdenziale;
2. **il modello di governance dei fondi pensione**;
3. la trasparenza verso gli aderenti.

Purtroppo, tali dimensioni sono spesso in contrasto tra di loro.

Il Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252

Art. 6.

Regime delle prestazioni e modelli gestionali

1. I fondi pensione di cui all'articolo 3, comma 1, lettere da *a)* a *h)*, gestiscono le risorse mediante:

a) convenzioni con soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 5, lettera *d)*, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ovvero con soggetti che svolgono la medesima attività, con sede statutaria in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento;

b) convenzioni con imprese assicurative di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, mediante ricorso alle gestioni di cui al ramo VI dei rami vita, ovvero con imprese svolgenti la medesima attività, con sede in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento;

c) convenzioni con società di gestione del risparmio, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, ovvero con imprese svolgenti la medesima attività, con sede in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento;

d) sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari nelle quali il fondo pensione può detenere partecipazioni anche superiori ai limiti di cui al comma 13, lettera *a)*, nonché di quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi nei limiti di cui alla lettera *e)*;

e) sottoscrizione e acquisizione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi secondo le disposizioni contenute nel decreto di cui al comma 11, ma comunque non superiori al 20 per cento del proprio patrimonio e al 25 per cento del capitale del fondo chiuso.

Il modello di governance dei fondi pensione

Il modello di governance a suo tempo adottato per i fondi pensione non prevede una gestione diretta delle risorse.

Questo implica che ai singoli gestori debbano essere date precise istruzioni in materia di investimenti e che il loro operato debba essere facilmente monitorabile.

A tal fine, è necessario assegnare ai diversi gestori un benchmark di riferimento (di seguito “benchmark del gestore”).

Il benchmark del gestore può essere o direttamente il benchmark del fondo, oppure un benchmark di mercato.

Il secondo nodo da sciogliere riguarda la ricerca del punto di equilibrio tra chi calcola il benchmark e chi deve seguirlo.

Il modello di governance dei fondi pensione

In altri termini, il secondo compromesso con cui “sporcarsi le mani” riguarda la scelta di chi trasforma il benchmark del fondo nel benchmark dei gestori, posizionandosi tra gli estremi (in quanto tali, provi di senso) di seguito schematizzati.

<div> <div>Benchmark del fondo</div> <div>Benchmark del gestore</div> </div>	LDI	MKT
LDI	In teoria: perfetto In pratica: si delega a terzi il calcolo di un parametro complesso	In teoria: non ha senso In pratica: introduce LDI, ma con basso controllo
MKT	In teoria: rischio di base In pratica: consente di monitorare il contributo dei gestori, richiede molte risorse	In teoria: non ha senso In pratica: consente di monitorare il contributo dei gestori, richiede poche risorse

La deliberazione Covip del 16 marzo 2012

Art. 4.

(Criteri di attuazione della politica di investimento)

1. Per il raggiungimento dell'obiettivo finanziario di ciascun comparto, il documento deve in ogni caso individuare con chiarezza:

a) la ripartizione strategica delle attività, ovvero la percentuale del patrimonio da investire nelle varie classi di strumenti (specificando le aree geografiche, i settori di attività, le valute di riferimento, nonché i margini entro i quali contenerne gli eventuali scostamenti).

La composizione azioni/obbligazioni e la durata media finanziaria (*duration*) della quota obbligazionaria devono essere coerenti con l'orizzonte temporale della gestione. In tale ambito sono esplicitati gli aspetti etici, sociali e ambientali cui si intende dedicare attenzione nella gestione delle risorse. In caso di adozione di strategie a *benchmark*, devono essere inoltre riportati gli indicatori di mercato prescelti per rappresentare le suddette classi di attività e il loro peso sul patrimonio del comparto; questi indicatori devono essere comprensivi di dividendi e cedole; per ciascuno di essi andrà specificata la valuta di denominazione. **In caso di strategie non a *benchmark*, vanno indicati gli indirizzi che si intende seguire per assicurare l'obiettivo stabilito.** In caso di adozione di comparti con orizzonte temporale predefinito (es. *target date*) al posto dell'indicazione dei pesi fissi dovranno essere riportate le regole attinenti al loro adeguamento all'avvicinarsi della data di scadenza del comparto;

Una breve premessa

Parlare di benchmarking e di modelli gestionali per investitori previdenziali richiede la preliminare definizione del campo di azione, che nel caso specifico è definito da tre dimensioni:

1. gli obiettivi del risparmio previdenziale;
2. il modello di governance dei fondi pensione;
- 3. *la trasparenza verso gli aderenti.***

Purtroppo, tali dimensioni sono spesso in contrasto tra di loro.

La trasparenza verso gli aderenti

Da ultimo, non si può trascurare il profilo della trasparenza verso gli aderenti.

Si tratta di un punto estremamente delicato e controverso.

Se da un lato infatti è assolutamente auspicabile garantire la massima trasparenza nei confronti degli aderenti, dall'altro un effettiva trasparenza è possibile solo se la strategia di investimento è comprensibile da parte dell'aderente.

Il terzo nodo da sciogliere riguarda la ricerca del punto di equilibrio tra complessità della strategia di gestione (e, quindi, del benchmark del fondo e dei gestori) e trasparenza della gestione stessa.

La deliberazione Covip del 16 marzo 2012

Art. 2.

(Documento sulla politica di investimento)

1. L'organo di amministrazione di ciascuna forma pensionistica delibera un documento sulla politica di investimento (di seguito: documento).
2. Il documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che la forma pensionistica intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio-rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i **bisogni previdenziali** degli aderenti.
3. Il documento individua:
 - a) gli **obiettivi** da realizzare nella gestione finanziaria;
 - b) i criteri da seguire nella sua attuazione;
 - c) i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo;
 - d) il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti.
4. [...]
5. [...]
6. [...]
7. **Il documento non costituisce parte integrante della documentazione contrattuale da consegnare all'aderente all'atto dell'adesione e nel corso del rapporto di partecipazione.** Esso andrà comunque reso disponibile a richiesta degli aderenti, dei beneficiari e dei loro rappresentanti.
8. Le informazioni riportate nella Nota informativa dovranno essere **coerenti** con le indicazioni sulla politica di investimento riportate nel documento.

Conclusioni

Non credo sia possibile individuare un percorso singolo in tema di benchmarking e di modelli gestionali per i fondi pensione italiani.

Ogni fondo dovrebbe adottare una sua propria scelta che lo collochi all'interno degli estremi schematizzati nella tabella della pagina che segue.

L'unico vincolo da seguire nel posizionamento di ogni fondo consiste nella coerenza, comprensione e condivisione a tutti i livelli delle diverse scelte effettuate.

Tale vincolo, credo, sia gestibile solo laddove nei diversi organi decisionali ci sia equilibrio tra tecnica finanziaria/attuariale e conoscenza del reale fabbisogno previdenziale degli aderenti, sena che un'anima prevalga sull'altra o che le due anime parlino linguaggi diversi.

Il possibile posizionamento 1

Strettamente previdenziali	← <i>Obiettivi da realizzare</i>	Non strettamente previdenziali
LDI	← <i>Benchmark del fondo</i>	MKT
MKT/LDI	← <i>Benchmark dei gestori</i>	LDI/MKT
Elevata	← <i>Trasparenza di LP</i>	Bassa
Bassa	← <i>Trasparenza di BP</i>	Elevata
Elevata	← <i>Struttura dei fondi</i>	Bassa
Elevati	← <i>Costi (fissi)</i>	Bassi

Il possibile posizionamento 2

Strettamente previdenziali	<i>Obiettivi da realizzare</i> →	Non strettamente previdenziali
LDI	<i>Benchmark del fondo</i> →	MKT
MKT/LDI	<i>Benchmark dei gestori</i> →	LDI/MKT
Elevata	<i>Trasparenza di LP</i> →	Bassa
Bassa	<i>Trasparenza di BP</i> →	Elevata
Elevata	<i>Struttura dei fondi</i> →	Bassa
Elevati	<i>Costi (fissi)</i> →	Bassi

Il possibile posizionamento 3

Strettamente previdenziali	←	Obiettivi da realizzare	Non strettamente previdenziali
LDI	←	Benchmark del fondo	MKT
MKT/LDI	←	Benchmark dei gestori	LDI/MKT
Elevata	←	Trasparenza di LP	Bassa
Bassa	←	Trasparenza di BP	Elevata
Elevata		Struttura dei fondi →	Bassa
Elevati		Costi (fissi) →	Bassi