

STUDIO ATTUARIALE VISINTIN &
ASSOCIATI - SAVA SRL

Giugno 2025

White Paper

Strategie previdenziali

L'impatto delle scelte di
investimento nei Fondi
Pensione Aperti sul tasso di
sostituzione

SCRITTO DA

STEFANO VISINTIN
ANDREA TAMARO
ALESSIA BIANCHINI
EMANUELE LASORTE

1. Introduzione e Obiettivo

Il presente *white paper* analizza l'impatto delle scelte di investimento nei comparti dei Fondi Pensione Aperti sul tasso di sostituzione, ovvero il rapporto tra la prima rata di pensione e l'ultimo reddito percepito. L'obiettivo è comprendere come le diverse strategie di allocazione del capitale influenzino l'importo della rendita previdenziale e, di conseguenza, la capacità di mantenere il tenore di vita una volta conclusa l'attività lavorativa.

In particolare, vengono esaminate le varie opzioni di investimento disponibili, che spaziano da comparti più conservativi - caratterizzati da una maggiore stabilità, ma da rendimenti tendenzialmente più contenuti - a comparti più dinamici, che, pur presentando una volatilità superiore, offrono maggiori opportunità di crescita nel lungo termine. L'analisi prosegue quindi con l'approfondimento del legame tra propensione al rischio, orizzonte temporale dell'investimento e rendimento finale, evidenziando come scelte più orientate verso l'azionario possano contribuire ad un tasso di sostituzione più elevato, sebbene con un'esposizione ad oscillazioni di mercato più marcate. Infine, a completamento dello studio, viene considerata l'adozione dell'approccio *Life-Cycle*, che prevede una progressiva riduzione dell'esposizione azionaria man mano che l'iscritto si avvicina all'età pensionabile, con l'obiettivo di consolidare i rendimenti ottenuti e limitare il rischio di perdite significative negli ultimi anni di contribuzione.

2. Scelta dei dati

Per ciascuno dei comparti azionario, obbligazionario e bilanciato sono stati selezionati i dati relativi a 10 Fondi Pensione Aperti e analoga selezione è stata effettuata per il comparto garantito, prendendo però in esame solamente 7 Fondi. I dati considerati (aggiornati al 31/04/2025) sono i rendimenti medi degli ultimi dieci anni e la volatilità annualizzata. I dati sono riportati di seguito, unitamente al rendimento e alla volatilità media dei diversi comparti considerati.

FPA AZIONARI		
Fondo	Volatilità	Rend Ann
1	9,918	5,53%
2	9,105	4,54%
3	9,602	5,52%
4	9,901	5,58%
5	8,874	5,85%
6	9,732	4,58%
7	9,578	2,66%
8	12,452	4,90%
9	8,899	6,42%
10	10,058	5,07%
Media	9,8119	5,07%

FPA OBBLIGAZIONARI		
Fondo	Volatilità	Rend Ann
1	3,769	0,33%
2	4,012	-0,42%
3	4,77	-0,40%
4	4,053	-0,61%
5	4,076	0,03%
6	4,013	0,61%
7	4,136	0,06%
8	4,124	0,14%
9	4,126	0,22%
10	4,133	0,24%
Media	4,1212	0,02%

FPA GARANTITI		
Fondo	Volatilità	Rend Ann
1	4,831	0,87%
2	0,62	0,10%
3	2,397	-0,38%
4	1,602	-0,16%
5	1,504	-0,54%
6	3,492	1,17%
7	2,081	0,76%
Media	2,361	0,26%

FPA BILANCIATI		
Fondo	Volatilità	Rend Ann
1	7,151	3,09%
2	6,506	3,33%
3	5,877	2,80%
4	5,84	2,78%
5	6,83	1,89%
6	6,295	3,63%
7	6,313	1,98%
8	5,205	2,06%
9	6,612	2,08%
10	6,623	2,77%
Media	6,3252	2,64%

3. Definizione dei parametri

Come stimatori di media e volatilità dei comparti sono state impiegate la media dei rendimenti annualizzati e la media delle deviazioni standard annualizzate, in quanto forniscono una sintesi intuitiva delle performance dei comparti.

4. Generazione dei dati

Per simulare l'andamento futuro del portafoglio è stato utilizzato il metodo Monte Carlo, una tecnica di simulazione ampiamente diffusa in ambito finanziario per modellare l'incertezza e valutare diverse possibili evoluzioni di un portafoglio di investimento. Nel caso specifico, i rendimenti sono stati simulati ipotizzando che seguano una distribuzione normale, con media pari alla media dei rendimenti annualizzati e deviazione standard pari alla media delle volatilità annualizzate. A partire da quest'assunzione, sono stati generati 1.000 scenari di rendimento per ciascun anno, costruendo così una gamma di possibili traiettorie che il portafoglio potrebbe seguire nel tempo.

5. Ipotesi di proiezione

Per la proiezione della dinamica contributiva, si è assunto una rivalutazione annua della Retribuzione Annuale Lorda (RAL) dell'1%, ipotizzando una crescita progressiva del reddito nel

tempo. La quota destinata alla previdenza integrativa è fissata al 7% della RAL, mentre, al raggiungimento dell'età pensionabile (ipotizzata a 67 anni), il capitale accumulato viene convertito in una rendita annua tramite un tasso di conversione del 5,4307%.

Sono stati considerati due profili differenti: il primo con un'età iniziale di stipula del contratto di 30 anni e una RAL di 30.000€; il secondo con un'età iniziale di 50 anni e una RAL di 50.000€.

Per entrambi i profili sono state effettuate le simulazioni, considerando sia l'ipotesi in cui il contraente mantenga invariato il comparto iniziale per l'intera durata dell'investimento, sia quella in cui l'*asset allocation* venga aggiornata progressivamente con l'avvicinarsi dell'età pensionabile, ovvero con una metodologia *Life-Cycle* (LC) deterministica.

In relazione a quest'ultimo caso, negli ultimi 10 anni di accumulo sono stati adottati i seguenti pesi di allocazione del portafoglio.

Azionario	Obbligazionario	Bilanciato	Garantito
90%	0%	10%	0%
80%	0%	20%	0%
70%	0%	30%	0%
60%	0%	40%	0%
50%	0%	50%	0%
40%	30%	0%	30%
30%	20%	0%	50%
10%	10%	0%	80%
0%	10%	0%	90%
0%	0%	0%	100%

6. Risultati

Di seguito sono riportate le principali informazioni della distribuzione dei tassi di sostituzione ottenute, per i due profili di lavoratore considerati.

30enne	Azi	Obb	Gar	Bil	LC
Media	31,76%	12,13%	12,67%	19,89%	28,12%
SD	12,43%	1,70%	0,96%	4,77%	9,57%
Mediana	29,61%	12,01%	12,64%	19,26%	26,45%
VaR 5	16,05%	9,56%	11,20%	13,18%	15,78%
VaR 95	53,64%	15,05%	14,35%	28,73%	45,18%
P(X < 15%)	3,70%	94,40%	99,10%	12,80%	3,40%

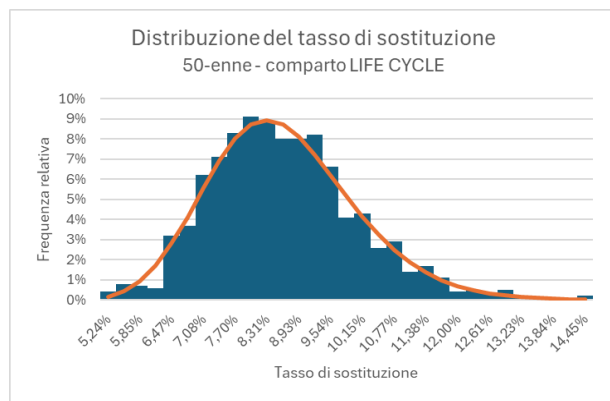
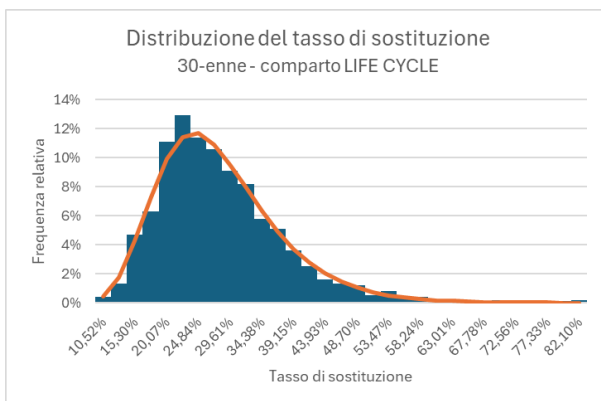
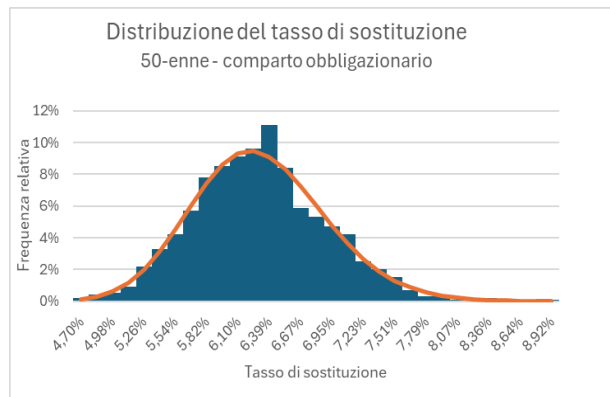
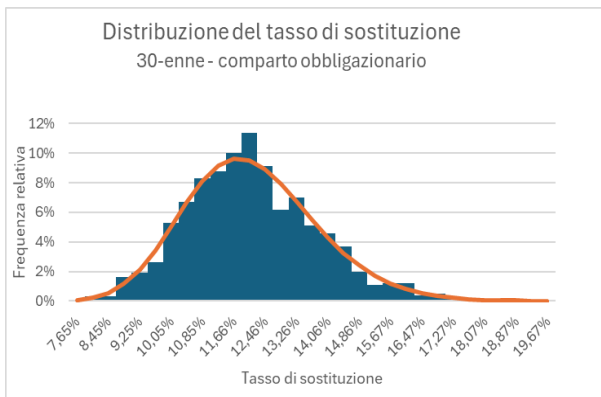
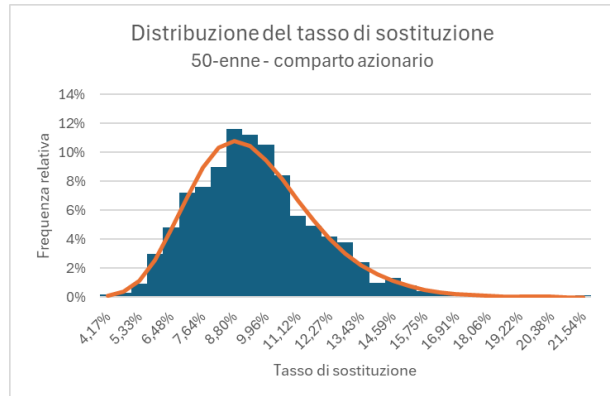
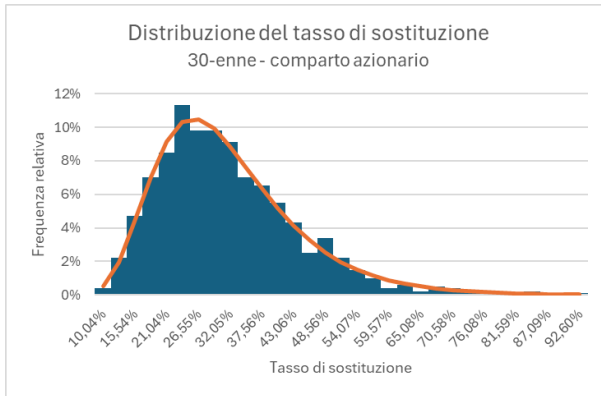
50enne	Azi	Obb	Gar	Bil	LC
Media	9,59%	6,30%	6,43%	7,88%	8,63%
SD	2,27%	0,60%	0,33%	1,22%	1,42%
Mediana	9,38%	6,27%	6,41%	7,74%	8,51%
VaR 5	6,31%	5,36%	5,93%	6,07%	6,57%
VaR 95	13,53%	7,32%	7,03%	10,05%	11,15%
P(X < 15%)	98,10%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

L'analisi dei tassi di sostituzione evidenzia differenze significative tra i due profili di aderenti considerati, ossia lavoratori che stipulano un piano di previdenza complementare rispettivamente a 30 e 50 anni. I dati mostrano chiaramente come l'orizzonte temporale incida significativamente sia sulle aspettative di rendimento, sia sul livello di rischio associato alle diverse strategie di investimento.

Focalizzando l'attenzione sul profilo più giovane, riportiamo di seguito alcune considerazioni che riteniamo siano di interesse, emerse dall'esercizio rappresentato in questo White Paper:

- Il tasso di sostituzione ottenuto investendo per l'intero orizzonte temporale nel comparto azionario è - in media - il più elevato (31,76%), approssimativamente il 300% in più del tasso di sostituzione medio risultante dall'investimento nel comparto garantito o obbligazionario. Ipotizzando l'ultimo stipendio pari a circa 43.000€ di RAL, la pensione complementare risultante dalla scelta azionaria, sarebbe pari a circa 13.300€ annui, mentre sarebbe pari a circa 5.100€ con le scelte più conservative.
- La volatilità (misurata tramite la standard deviation - SD) risultante dalla scelta azionaria è significativamente più alta delle altre opzioni di investimento, che potrebbe mettere a rischio l'assegno di pensione finale, soprattutto in caso di crisi di mercato negli anni di poco precedenti al pensionamento;
- La probabilità di avere un tasso di sostituzione inferiore al 15% ($P(X < 15\%)$), è coerente con quanto descritto nei precedenti bullet point, con il solo punto di attenzione che la scelta *Life-Cycle* ottiene risultati migliori anche della scelta azionaria in quanto, dopo aver ottenuto la redditività azionaria per buona parte dell'orizzonte temporale, limita la volatilità dei rendimenti negli anni più vicini alla pensione, risultando la miglior scelta in tal senso.
- Dal punto di vista del rischio, l'analisi Value at Risk al 5% e al 95% evidenzia come i comparti azionario e bilanciato, offrano prospettive di rendimento più elevate, ma anche maggiori possibilità di risultati al di sotto delle attese. Nei comparti obbligazionari e garantiti, invece, l'escursione tra gli estremi risulta molto più contenuta.

Sono di seguito riportate le coppie di istogrammi che analizzano la distribuzione di frequenza relativa dei tassi di sostituzione risultante dalle 1.000 simulazioni. I grafici a sinistra si riferiscono al profilo del trentenne, mentre quelli di destra al cinquantenne.



7. Considerazioni finali

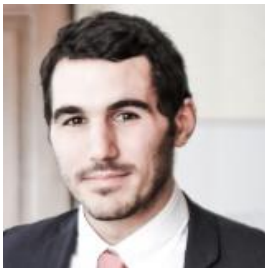
Dall'esercizio svolto, è emersa l'importanza della scelta del comparto previdenziale più opportuno. In tal senso, è altrettanto importante evidenziare che, a priori, non è possibile dire quale sia la scelta migliore tra i comparti analizzati, in quanto è necessario conoscere la situazione

patrimoniale del singolo aderente, il suo contesto familiare, e gli obiettivi – anche in termini di stile di vita – per il periodo post lavorativo.

Emerge quindi il ruolo essenziale del Fondo Pensione, che deve analizzare le scelte e gli obiettivi dei propri aderenti, al fine di definire, per ogni comparto, allocazioni del patrimonio coerenti con le finalità dello stesso. Analizzare la collettività degli aderenti, i loro bisogni previdenziali e i tassi di sostituzione target diventa quindi una fase necessaria del processo, unitamente all’informativa e alla sensibilizzazione degli stessi.

Da anni lo Studio è in prima linea su queste tematiche, occupandosi sia dell’analisi della collettività che dell’allocazione efficiente degli investimenti.

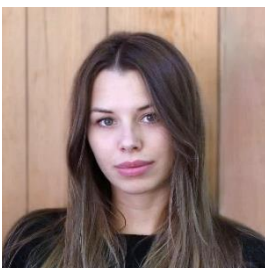
Per ulteriori informazioni riguardo al *white paper*



Andrea Tamaro
Senior Manager
tamaro@studio-visintin.it



Stefano Visintin
Founder
stefano@studio-visintin.it



Alessia Bianchini
Junior
bianchini@studio-visintin.it