

ANALISI DI ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT /

VERIFICA DELLA SOSTENIBILITÀ E
DEFINIZIONE DELL'ASSET ALLOCATION
STRATEGICA



Premessa

contenuti e obiettivi

- » Nel presente documento riportiamo una sintesi delle principali evidenze delle analisi ALM svolte da Prometeia Advisor Sim per la Cassa, in particolare:
 - » **Analisi integrata attivo-passivo (ALM) e valutazione della sostenibilità attuale e prospettica della Cassa**, tramite l'analisi del funding ratio (FR)
 - » **Analisi dell'attuale asset allocation ed esercizio di risk budgeting dell'eventuale variazione dell'allocazione strategica della Cassa di lungo periodo** in funzione degli obiettivi e del profilo di rischio di CNPR
 - » Esemplificazione della **convergenza verso l'asset allocation strategica** attraverso l'individuazione dell'**asset allocation tattica per il prossimo triennio** che tiene conto della situazione attuale della Cassa

- » Le **ipotesi** utilizzate fanno riferimento al **Bilancio Tecnico approvato nel 2017** con la popolazione aggiornata a dicembre 2016; i dati del **patrimonio** complessivo sono a **valori di mercato al 30 giugno 2017**
- » Tali ipotesi differiscono da quelle utilizzate nel 2015, facendo riferimento a BT caratterizzati da ipotesi differenti

Agenda

- **Analisi integrata attivo-passivo**
- **Verifica dell'attuale asset allocation**
- **Revisione dell'asset allocation strategica**
- **Asset allocation triennio 2018-2020**
- **Conclusioni e prossimi passi**
- **Appendice**

Agenda

- **Analisi integrata attivo-passivo**
- Verifica dell'attuale asset allocation
- Revisione dell'asset allocation strategica
- Asset allocation triennio 2018-2020
- Conclusioni e prossimi passi
- Appendice

Analisi ALM

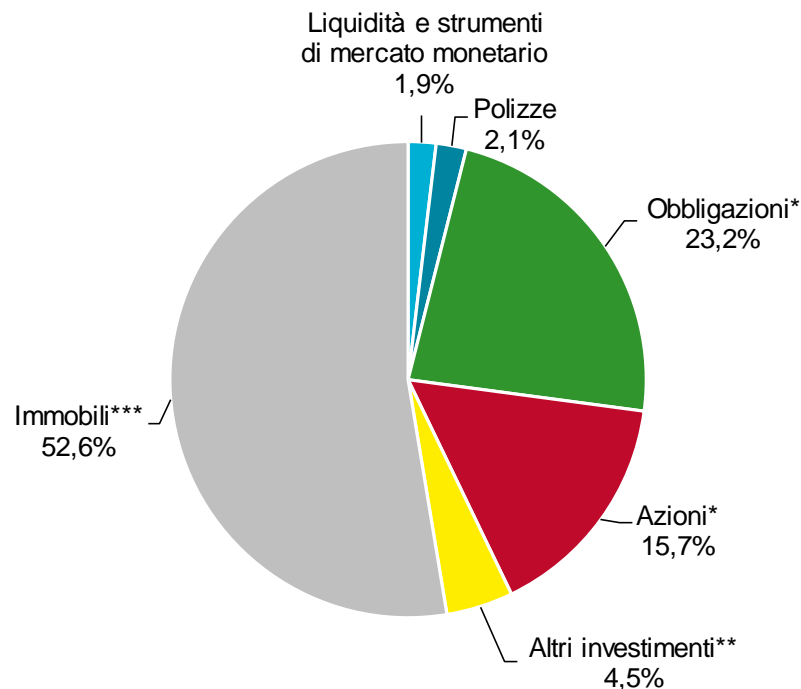
premessa

- ▶ **L'Asset & Liability Management** consente di **studiare congiuntamente l'attivo ed il passivo della Cassa** al fine di:
 - » **valutare la sostenibilità della Cassa**
 - » **stimare il rendimento di equilibrio**
 - » **definire il profilo rischio/rendimento ottimo per la Cassa**
- ▶ In prima approssimazione **la sostenibilità**, in ottica ALM, **può essere definita come la capacità del patrimonio di soddisfare tutti i debiti previdenziali della Cassa nei confronti dei suoi iscritti**; una Cassa è, quindi, sostenibile se, ipotizzando la chiusura della popolazione ad una data, le risorse finanziarie sono sufficienti per pagare l'ultima prestazione all'ultimo iscritto
- ▶ In **questa sezione del documento** verrà fornita l'indicazione dell'**attuale livello di capitalizzazione** della Cassa e quale sarebbe il **rendimento di equilibrio** che, se realizzato, consentirà, date le ipotesi dell'analisi, di pagare tutte le prestazioni pensionistiche degli attuali e futuri iscritti alla Cassa
- ▶ La **valorizzazione del portafoglio** è aggiornata al **30 giugno 2017** e tiene conto della sola liquidità investibile fino a fine anno, al netto di eventuali richiami/rimborsi sulla componente di fondi chiusi, e dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre
- ▶ Il **patrimonio complessivo** è stimato **tenendo conto dei crediti netti** (417 milioni circa) e **della sede** (33 milioni circa)

Asset allocation attuale

il patrimonio dell'Ente al 30/06/2017° (valori di mercato)

	Valore di mercato (mln €)	Peso %
Portafoglio mobiliare	946,0	47,4%
Liquidità°	37,7	1,9%
Polizze	40,7	2,1%
Obbligazioni in gestione diretta	15,3	0,8%
corporate	3,4	0,2%
governative	11,9	0,6%
Gestioni patrimoniali	739,6	37,0%
obbligazionarie	447,4	22,4%
azionarie	292,1	14,6%
Azioni in gestione diretta	22,1	1,1%
Partecipazioni	40,4	2,0%
Alternativi illiquidi	50,2	2,5%
private equity	38,2	1,9%
altri fondi chiusi	12,0	0,6%
Immobili	1050,6	52,6%
immobiliari non dedicati	445,8	22,3%
fondi immobiliari dedicati	414,2	20,7%
in gestione diretta	190,6	9,5%
Patrimonio investito	1996,6	100,0%
Crediti	416,9	
Portafoglio complessivo	2413,5	



° Patrimonio che tiene conto della sola liquidità investibile fino a fine anno, al netto di eventuali richiami/rimborsi sulla componente di fondi chiusi, e dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre

Nota: il patrimonio complessivo dell'Ente ai fini ALM è calcolato sommando il valore della sede ed i crediti verso iscritti al netto del fondo svalutazione

La sostenibilità dell'Ente

Funding Ratio attuale

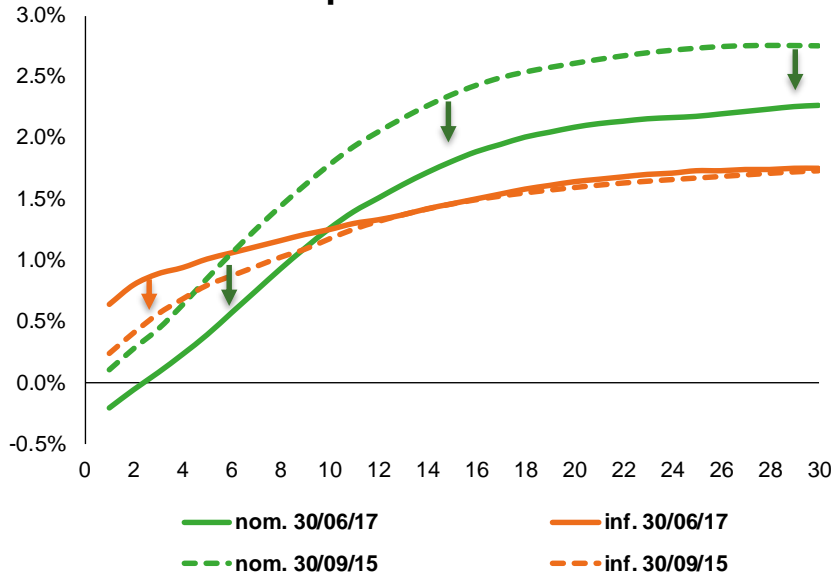
- La tabella mostra i **primi due indicatori di salute odierna della Cassa** rappresentati dal **surplus/deficit** e dal **funding ratio** (calcolati considerando il valore di mercato del patrimonio alla data di analisi, il valore attuale atteso dei contributi e delle prestazioni degli attuali iscritti a CNPR)
- Per la determinazione del funding ratio**, in coerenza con quanto fatto nell'ultima analisi ALM, è **stato calcolato il valore attuale sia delle prestazioni sia dei contributi attesi degli attuali iscritti**
- Alla data di analisi il funding ratio risulta minore del 100% ad indicare che**, con le ipotesi utilizzate e con l'attuale livello dei tassi di interesse, **la sostenibilità non sarebbe assicurata** (l'analisi va ovviamente integrata con l'evoluzione prospettica del FR)
- Si ricorda che **non sono stati considerati i costi di gestione e le prestazioni assistenziali** in quanto tale **misura è utilizzata unicamente per verificare la sostenibilità della componente previdenziale dell'Ente**; l'analisi di medio lungo termine consentirà di verificare se queste uscite hanno un impatto tale da poter compromettere l'equilibrio

Funding Ratio	
PV prestazioni (mIn €)	12'166.9
Totale Attivo (mIn €)	10'369.9
PV contributi	7'956.7
Patrimonio	2'413.2
Deficit	1'797
FR	85.2%

Valori attualizzati

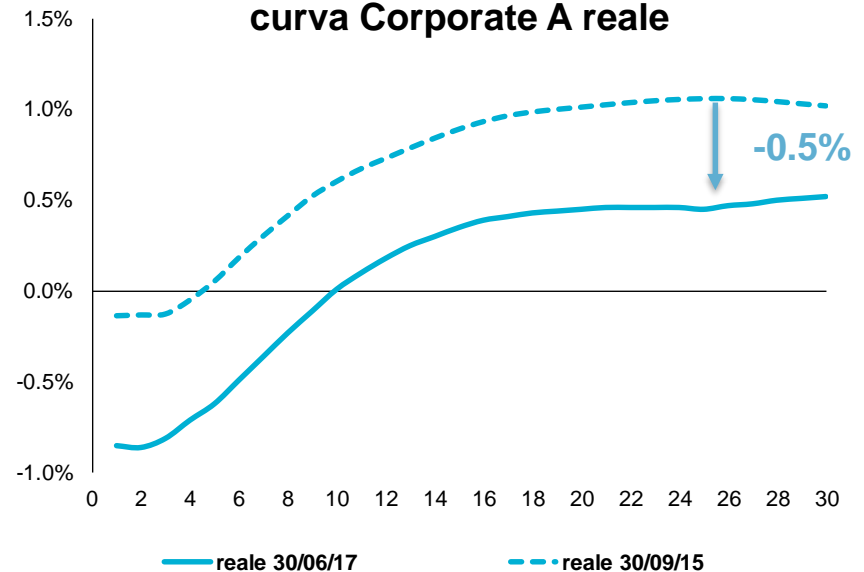
l'impatto della riduzione dei rendimenti

curva Corporate A e Inflazione



- ▶ L'andamento della **curva di sconto nominale** (Europe Corporate A) segna, da settembre 2015, una **riduzione su tutte le scadenze analizzate**
- ▶ La curva di **inflazione** italiana dopo una significativa riduzione nel 2016 nel 2017 **si attesta su livelli simili a quelli del 2015**
- ▶ Tali **risultanze** nella dinamica nel tempo delle curve di riferimento (Europe Corporate A e inflazione italiana) **porta una riduzione dei tassi reali impliciti di circa 50 bps sui nodi a medio - lungo termine**

curva Corporate A reale



riproduzione riservata

- ▶ Tale effetto ha come conseguenza principale **l'aumento del valore attuale delle passività**
- ▶ Rispetto al 2015 il Funding Ratio si è ridotto prevalentemente a causa di ciò e della bassa redditività in particolare del fondo Scoiattolo che impatta negativamente sul rendimento del patrimonio complessivo

La sostenibilità dell'Ente

definizione del target di rendimento

- La tabella mostra il **contributo richiesto alla gestione del patrimonio** (a parità di regolamento previdenziale) in termini di target di rendimento netto nominale e reale **per consentire di pagare tutti i flussi previdenziali attesi**
- L'esercizio a **popolazione chiusa** evidenzia che il **target netto richiesto al patrimonio** per consentire il pagamento di tutte le prestazioni previdenziali attese agli attuali iscritti alla Cassa è di **inflazione + 2.3% equivalenti in termini nominali ad un rendimento del 4% circa**
- Si precisa che il target di rendimento è stimato sul patrimonio complessivo**; in fase di definizione del target di rendimento del patrimonio mobiliare sarà stimato l'impatto della contenuta redditività dell'immobiliare

Target di rendimento (popolazione chiusa)	
Rend. reale netto*	2.3%
Rend. nominale netto*	4.0%

* al netto della fiscalità vigente

Agenda

- ▶ Analisi integrata attivo-passivo
- ▶ **Verifica dell'attuale asset allocation**
- ▶ Revisione dell'asset allocation strategica
- ▶ Asset allocation triennio 2018-2020
- ▶ Conclusioni e prossimi passi
- ▶ Appendice

Attuale patrimonio

riclassificazione e ipotesi di analisi

- **Il patrimonio della Cassa è stato riclassificato in indici di mercato** al fine di poter individuare i fattori di rischio e poter stimare la redditività attesa
- La **liquidità** presente al 30 giugno 2017 è calcolata usando **quella investibile fino a fine anno**, al netto dei richiami/rimborsi sui fondi chiusi, e tenendo conto dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre
- Il valore dei **crediti netti** come detto in precedenza è utilizzato per il calcolo del livello di capitalizzazione della Cassa; per l'analisi di medio-lungo termine, coerentemente con le precedenti analisi ALM, si è ipotizzato prudenzialmente di considerare tale importo disponibile e di ripartirlo pro quota nelle diverse classi di attivo
- **ulteriori ipotesi di simulazione riguardano:**
 - » **polizze:** la redditività lorda è stata posta pari al 2%
 - » **private equity:** alcuni fondi devono ancora richiamare parte dell'impegnato, non disponendo di un piano di richiami definito, è stato ipotizzato che questo avvenga linearmente sino alla fine del periodo di investimento
 - » **fondi immobiliari non dedicati:** la redditività, in accordo con la Cassa, è stata posta pari **all'IRR annualizzato medio realizzato siano alla data di analisi dei diversi strumenti** e in simulazione si è tenuto conto degli strumenti in scadenza nei prossimi anni; si è ipotizzato che non verranno effettuati nuovi investimenti in tale classe nei prossimi 10 anni
 - » **immobili diretti e fondo immobiliare Scoiattolo:** su indicazione della Cassa la redditività è stata stimata come indicato nelle slide successive; si è tenuto conto del piano di dismissione decennale del fondo immobiliare Scoiattolo; si è ipotizzato che non verranno effettuati ulteriori investimenti in tale classe nei prossimi 10 anni

Asset allocation attuale

il patrimonio dell'Ente

	Valore di mercato (mln €)	Peso %
Patrimonio mobiliare	946,0	47,4%
Strumenti di liquidità*	78,4	3,9%
Governativo emu	74,0	3,7%
Governativo inflation	145,0	7,3%
Governativo globale ex emu	37,0	1,9%
Corporate emu	74,6	3,7%
Corporate globale ex emu	40,7	2,1%
Bond alto rendimento	39,7	2,0%
Bond emergenti	51,8	2,6%
Azioni europa	162,0	8,1%
Azioni globale ex europa	104,2	5,2%
Azioni emergenti	48,1	2,4%
Partecipazioni	40,4	2,0%
Alternativi liquidi	0,0	0,0%
Alternativi illiquidi	50,2	2,5%
Immobili	1050,6	52,6%
F. imm. non dedicati	445,8	22,3%
Immobili e F.immobiliari	604,8	30,3%
Patrimonio investito	1996,6	100,0%
Crediti	416,9	
Portafoglio complessivo	2413,5	



- L'asset class «**partecipazioni**», comprende le partecipazioni non quotate, inclusa Banca d'Italia
- L'asset class «**alternativi illiquidi**» comprende i fondi di private equity ed Adenium Sicav
- L'asset class «**immobili**» comprende anche la sede
- I **crediti verso iscritti** sono valorizzati al netto del fondo svalutazione (fonte bilancio consuntivo 2016)

* liquidità investibile fino a fine anno al netto di eventuali richiami/rimborsi sulla componente di fondi chiusi e tenuto conto dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre

Immobiliare

redditività attesa immobili diretti

Flussi	A	B	A-B	C	D= (A-B-C)* (1-IRES)	E
	Canoni lordi	Spese straordinarie	Canoni netti ex tasse	IMU	Canoni netti	Valore di mercato
Residenziale	32.756	-	32.756	7.942	18.610	1.947.211
Non residenziale	4.706.123	555.787	4.150.336	1.046.308	2.328.021	188.650.814
Totale	4.738.879	555.787	4.183.092	1.054.249	2.346.632	190.598.025

► Il rendimento degli immobili in gestione diretta è stimato partendo dai canoni e dalle spese fornite dalla Cassa, il **rendimento lordo medio** che si ottiene è del **2.2%**

► La Cassa ha scelto, prudenzialmente, di **ipotizzare nulla la rivalutazione** degli immobili **nel lungo periodo** in quanto dovranno essere eseguiti investimenti di riqualificazione anche significativi che compenseranno l'incremento di valore atteso; **la redditività netta complessiva risulta quindi pari all'1.2% circa**

Rendimento da canoni

	F= (A-B)/E	G=D/E
	Redd. lorda canoni (mercato)	Redd. netta canoni (mercato)
Residenziale	1,7%	1,0%
Non residenziale	2,2%	1,2%
Totale	2,2%	1,2%

Rendimento stimato

	H	I=G+H	G+H*(1-IRES)
	Rivalutazione di lungo periodo	Redd. stimata lorda	Redd. stimata netta
Residenziale	0,0%	1,7%	1,0%
Non residenziale	0,0%	2,2%	1,2%
Totale	0,0%	2,2%	1,2%

Immobiliare

redditività complessiva

Redditività del fondo immobiliare Scoiattolo pari all'IRR comunicato da BNP Paribas

Rendimento Scoiattolo

	Valore di mercato	IRR indicato da BNP Paribas	Redd. stimata lorda
Residenziale	372.798.303	-1,8%	-1,8%
Non residenziale	41.422.034	-1,8%	-1,8%
Totale	414.220.336	-1,8%	-1,8%

Rendimento immobiliare

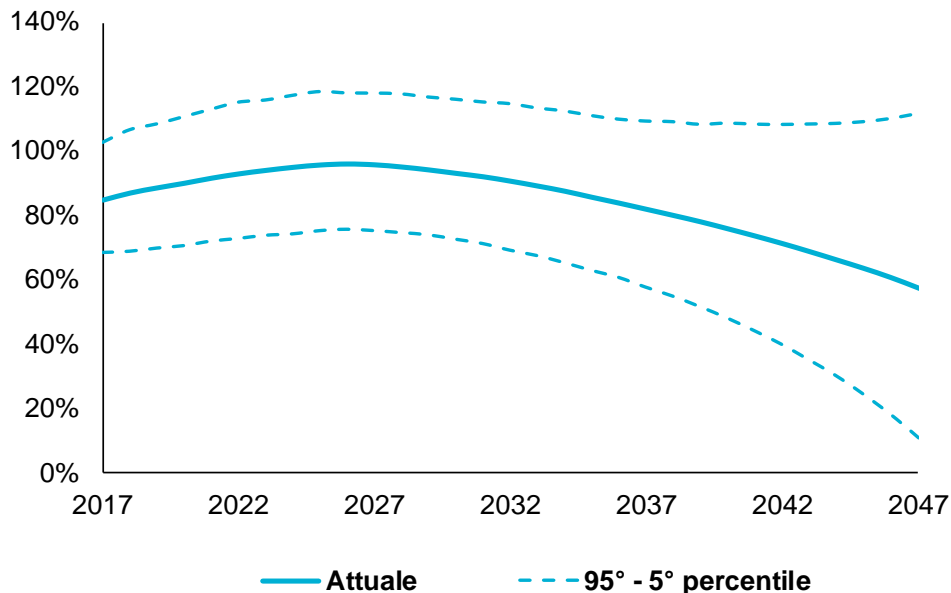
	Valore di mercato	Redd. stimata lorda
Residenziale	374.745.513	-1,8%
Non residenziale	230.072.848	1,5%
Tot. immobili diretti e f. imm. dedicati	604.818.361	-0,5%
F. imm. non dedicati	445.810.295	5,1%
Tot. immobiliare	1.050.628.656	1,9%

- ▶ In linea con le indicazioni ricevute dal gestore, la Cassa ha ipotizzato un **rendimento annuo a scadenza del fondo immobiliare Scoiattolo pari a -1.8% circa**
- ▶ A seguito di ciò **la redditività degli immobili diretti e dei fondi immobiliari dedicati è pari al -0,5% circa**
- ▶ **La redditività lorda dei fondi immobiliari non dedicati**, in accordo con la Cassa è stata posta pari **alla media ponderata degli IRR annualizzati sin qui ottenuti dai fondi (5,1% circa)**
- ▶ **La redditività lorda complessiva (nominale) della componente immobiliare è pari a circa l'1.9%**

Sostenibilità dell'Ente

Funding Ratio atteso allocazione attuale

Evoluzione attesa del Funding Ratio



- Il livello di capitalizzazione dell'Ente è misurato anno per anno aggiungendo al patrimonio il valore attuale dei contributi degli iscritti e rapportando tale misura al valore attuale delle prestazioni degli iscritti all'Ente nell'anno
- Dato l'attuale regolamento previdenziale di CNPR e le ipotesi di redazione del bilancio tecnico, **il FR atteso** (linea azzurra continua) **nei primi anni aumenta per effetto dell'incremento atteso dei tassi di interesse** che riduce il «costo» attualizzato delle prestazioni previdenziali, **ma nel medio-lungo termine si riduce progressivamente**

- In particolare a **partire dal 2025** circa, l'indicatore si riduce progressivamente, ad indicare che la **redditività del patrimonio è inferiore al target di equilibrio**
- Analizzando **gli scenari più sfavorevoli** (5° percentile) l'evidenza di cui sopra si verificherebbe più **velocemente**, solo analizzando gli scenari più favorevoli (95° percentile) il funding ratio si manterrebbe sopra al 100%

Sostenibilità dell'Ente

statistiche riassuntive

Statistiche di analisi

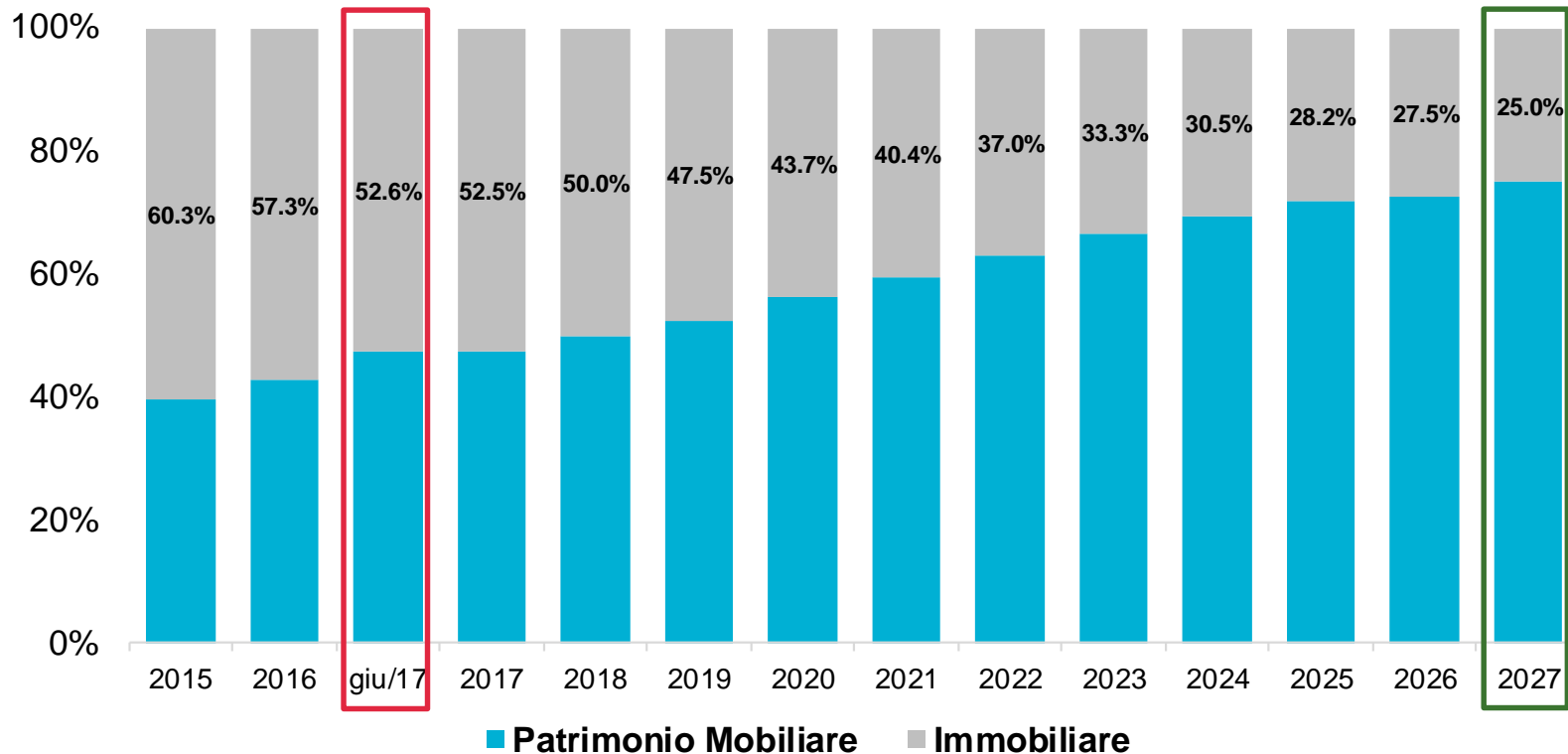
		3 anni	10 anni	30 anni
rischi	funding ratio atteso	90.0%	96.0%	60.7%
	prob. funding ratio > 100%	20.7%	36.7%	8.8%
	5° percentile funding ratio	70.6%	75.6%	18.2%
rendimento patrimonio complessivo (netto)	rend. nominale composto annualizzato	1.6%	2.2%	2.9%
	rend. reale composto annualizzato	0.7%	1.1%	1.5%
rendimento patrimonio mobiliare (netto)	perdita massima annua (5° perc.)	-5.5%	-5.6%	-5.3%
	volatilità annua rendimenti nominali	4.6%	5.4%	5.3%
	rend. nominale composto annualizzato	2.1%	2.6%	3.1%
rendimento patrimonio mobiliare (netto)	rend. reale composto annualizzato	1.2%	1.4%	1.8%
	perdita massima annua (5° perc.)	-5.8%	-5.0%	-4.9%
	volatilità annua rendimenti nominali	5.2%	5.1%	5.2%

Il **funding ratio (FR)**, calcolato sommando il patrimonio con il valore attuale dei contributi e rapportando il risultato al valore attuale delle prestazioni pensionistiche, **assume in tutti gli orizzonti analizzati un valore atteso inferiore al 100%**

L'**asset allocation attuale del patrimonio complessivo** evidenzia un **rendimento nominale netto cumulato annualizzato a lungo termine pari al 2.9%** con una volatilità media annua del 5.3% (in **termini reali il rendimento netto annualizzato di lungo termine è pari all'1.5%**)

Il patrimonio dell'Ente

evoluzione componente immobiliare e mobiliare AA Attuale



riproduzione riservata

- Utilizzando il **piano di dismissione immobiliare** e ipotizzando di **non effettuare ulteriori investimenti**, il **peso dell'immobiliare** nel suo complesso **si riduce progressivamente**; nel 2027 il peso atteso è pari al 25% circa

- Tutte le analisi svolte nel prosieguo dipendono dal rispetto di questo piano di dismissione

Agenda

- ▶ Analisi integrata attivo-passivo
- ▶ Verifica dell'attuale asset allocation
- ▶ **Revisione dell'asset allocation strategica**
- ▶ Asset allocation triennio 2018-2020
- ▶ Conclusioni e prossimi passi
- ▶ Appendice

Il processo di ottimizzazione

obiettivi e vincoli

- ▶ **Il processo di ottimizzazione dell'asset allocation strategica** si basa su un algoritmo di simulazione, disegnato sulle caratteristiche proprie della Cassa, che permette di analizzare l'evoluzione integrata di attivo e passivo su un orizzonte temporale di lungo termine di analisi, sul quale effettuare le misure di valore e rischio
- ▶ Partendo da un processo di simulazione Montecarlo di curve di tassi, nominali e di inflazione attesa, comuni per asset e liability, vengono successivamente derivati **i rendimenti di tutte le classi di attività investibili**
- ▶ L'ottimizzazione è stata effettuata su un orizzonte di medio termine tenendo conto dei vincoli sulle diverse classi di attivo e riportati nella slide successiva
- ▶ Dato che il processo di dismissione della componente immobiliare del portafoglio è già definito, si è optato per **valutare i target di rendimento della sola componente mobiliare**, ipotizzando che i proventi della progressiva riduzione degli immobili e dei fondi immobiliari potranno confluire pro quota nell'asset allocation strategica mobiliare
- ▶ Nelle pagine seguenti verrà quindi effettuato **un esercizio di ottimizzazione** che partendo dall'attuale allocazione strategica della Cassa ha l'obiettivo di incrementare l'efficienza dato l'attuale contesto di mercato e le evidenze delle nuove elaborazioni attuariali
- ▶ Si ricorda che sia nell'attuale allocazione che nell'allocazione ottimizzata **si è tenuto conto dell'operatività avvenuta** nel terzo trimestre, di quella **già deliberata ma non ancora perfezionata alla data del 30/06** (sottoscrizione di 9 mln di fondi su bond corporate globali ex emu, 7 mln emergenti e 10 mln azionario europa), del futuro **versamento di 15 mln alle gestioni patrimoniali** e dei richiami/rimborsi su fondi chiusi fino a fine anno

Il processo di ottimizzazione

vincoli sulle diverse classi di attivo

portafoglio complessivo	allocazione		note
	min	max	
liquidità e strumenti monetari ¹	2%	30%	l'importo minimo è stato ridotto a seguito dell'analisi dei flussi attuariali che evidenziano un saldo previdenziale positivo nei prossimi anni
obbligazioni governative emu	0%	50%	
obbligazioni governative inflation	0%	100%	non si pone alcun vincolo alla classe in quanto è un investimento fortemente correlato con le passività
obbligazioni governative globale ex emu	0%	30%	l'utilizzo di investimenti globali diversificati permette di contenere i rischi del portafoglio mobiliare
obbligazioni corporate emu	0%	25%	
obbligazioni alto rendimento	0%	10%	le obbligazioni corporate alto rendimento e paesi emergenti costituiscono un investimento utile alla diversificazione con un elevato rendimento atteso pur presentando un rischio di credito più elevato
obbligazioni emergenti	0%	5%	
azioni europa	0%	30%	l'investimento azionario è necessario a migliorare il rendimento atteso del patrimonio anche in considerazione dell'orizzonte temporale della Cassa, per ridurre il rischio deve comunque essere effettuato diversificando su diversi paesi/settori/stili/strategie
azioni globale ex europa	0%	20%	
azioni emergenti	0%	5%	una residuale esposizione azionaria nei paesi emergenti può aumentare la redditività del portafoglio pur presentando rischi relativi a possibili perdite di valore nei prezzi
partecipazioni	0%	6%	
investimenti alternativi ²	0%	10%	l'investimento in investimenti absolute return, private equity, commodity ed in altri strumenti alternativi liquidi è finalizzato a migliorare la redditività e a decorrelare il portafoglio
immobili e fondi immobiliari	0%	55%	

¹ liquidità e polizze

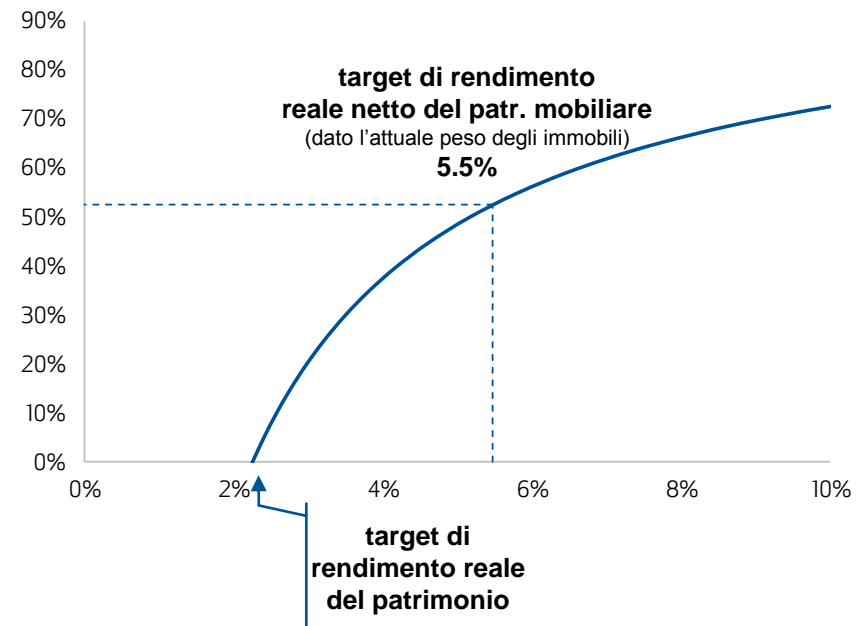
² private equity, commodity, private debt, absolute return ed altri investimenti

Rendimento target del portafoglio mobiliare

il ruolo degli immobili

- Il primo passo per la definizione dell'asset allocation ottimale è individuare il **target di rendimento di equilibrio della componente mobiliare**
- Il rendimento netto reale target dell'intero patrimonio risulta pari a circa inflazione +2.3%;
- Dato l'attuale peso (e rendimento) degli immobili il rendimento netto del portafoglio mobiliare necessario per raggiungere il target sarebbe pari a circa inflazione +5.5%**
- La **linea blu** permette di valutare il risparmio in termini di **rendimento richiesto al patrimonio mobiliare** (e la conseguente riduzione degli asset rischiosi) **al diminuire del peso della componente immobiliare**
- Se il peso degli immobili fosse pari al 25% il rendimento reale netto richiesto alla componente mobiliare sarebbe pari al 3.2% circa
- Dato l'attuale peso del settore immobiliare raggiungere il target risulta estremamente sfidante** ed esporrebbe la Cassa a rischi molto elevati, per questo motivo **si è optato, in fase di ottimizzazione, di definire un target di rendimento reale netto più coerente con il profilo di rischio di un investitore previdenziale**

target di rendimento reale del patrimonio mobiliare in funzione del peso immobili* nel portafoglio



* il patrimonio immobiliare è composto sia dagli immobili diretti sia dai fondi immobiliari

Asset allocation strategica

proposta di revisione dell'asset allocation strategica mobiliare

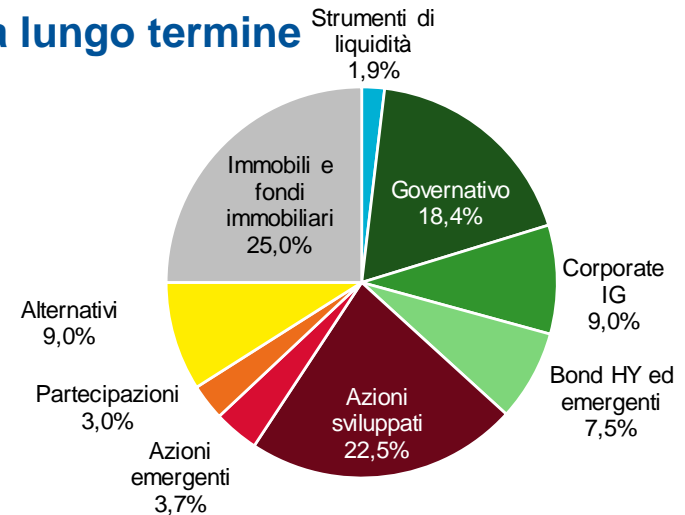
Asset class	Attuale AA		AAS		Δ (%)
Strumenti di liquidità*	4,3%	4,3%	2,5%	2,5%	-1,8%
Governativo emu	8,0%	51,4%	6,5%	46,5%	-4,9%
Governativo inflation	15,5%		14,0%		
Governativo globale ex emu	4,0%		4,0%		
Corporate emu	8,0%		7,0%		
Corporate globale ex emu	5,3%		5,0%		
Bond alto rendimento	4,3%		4,0%		
Bond emergenti	6,3%		6,0%		
Azioni europa	18,3%	34,7%	18,0%	35,0%	0,3%
Azioni globale ex europa	11,2%		12,0%		
Azioni emergenti	5,2%		5,0%		
Partecipazioni**	4,3%	4,3%	4,0%	4,0%	-0,3%
Alternativi liquidi	0,0%	5,3%	4,0%	12,0%	6,7%
Alternativi illiquidi***	5,3%		8,0%		
Totale mobiliare	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

*la classe di attivo comprende unicamente le polizze in quanto la liquidità è considerata totalmente investita nelle classi già deliberate dall'Ente

**la classe di attivo comprende le partecipazioni azionarie non quotate, inclusa Banca d'Italia

*** la classe di attivo comprende i fondi di private equity e Adenium sicav

AAS a lungo termine



nota: il valore degli immobili è quello fornito dalla Cassa alla data di analisi, nel processo di simulazione dei rendimenti si terrà conto del piano di dismissione come descritto in precedenza

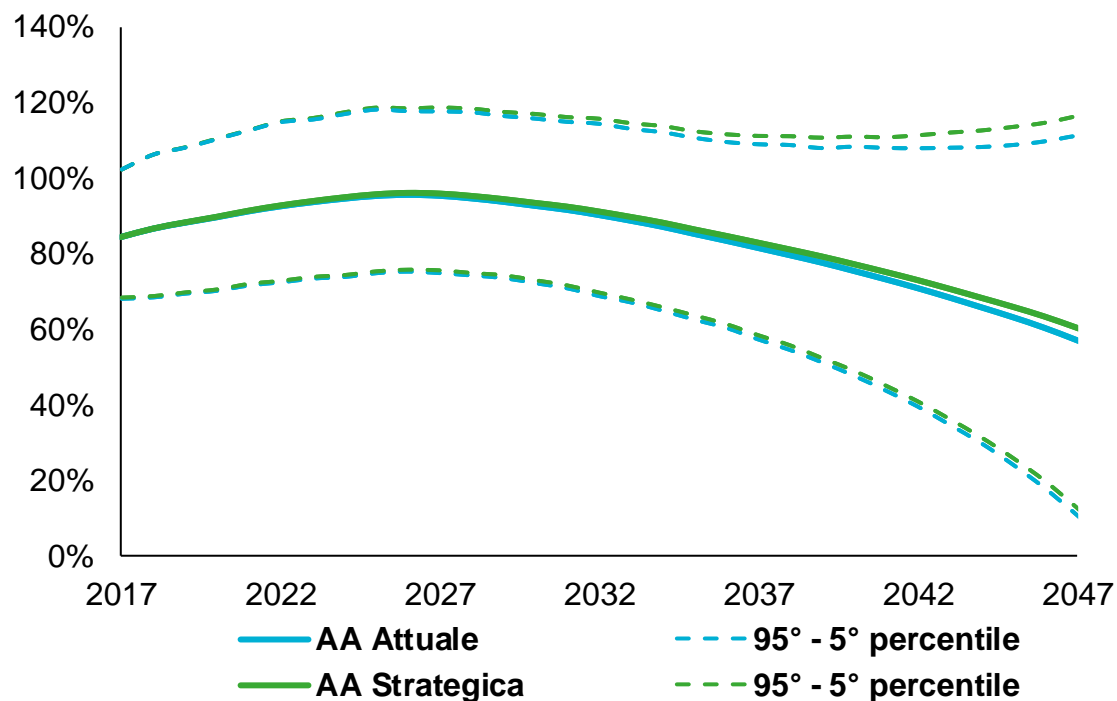
L'AAS mobiliare prevede, in un quadro di **sostanziale stabilità della componente azionaria**, la **riduzione dell'obbligazionario**, soprattutto governativo, e l'inserimento ex novo della classe **alternativi liquidi**, al fine di decorrelare parte del portafoglio dalle dinamiche di mercato, contenendo la volatilità complessiva

L'importante piano di dismissione della componente immobiliare nel lungo periodo (ca. 25% in 10 anni), libererà nel tempo risorse che la Cassa potrà gradualmente impiegare anche sulla classe **alternativi illiquidi**, data la maggiore liquidabilità del patrimonio complessivo, migliorando il profilo atteso di redditività del patrimonio

Sostenibilità dell'Ente

Funding Ratio atteso

Evoluzione attesa del Funding Ratio



riproduzione riservata

- ▶ **L'asset allocation proposta conferma il sentiero atteso, consentendo di incrementare il livello di sostenibilità sia nel sentiero centrale (linea continua) sia in quelli di coda (linee tratteggiate)**
- ▶ **Ciò nonostante, a causa del peso dell'immobiliare e delle previsioni attuariali il livello di Funding Ratio atteso nel medio termine si conferma inferiore al 100%**

Sostenibilità dell'Ente

statistiche riassuntive

Statistiche di analisi		10 anni		30 anni	
		AA Attuale	AA Strategica	AA Attuale	AA Strategica
rischi	funding ratio atteso	96.0%	96.5%	60.7%	63.7%
	prob. funding ratio > 100%	36.7%	38.2%	8.8%	11.0%
	5° percentile funding ratio	75.6%	75.8%	18.2%	19.9%
rendimento patrimonio complessivo (netto)	rend. nominale composto annualizzato	2.2%	2.4%	2.9%	3.0%
	rend. reale composto annualizzato	1.1%	1.2%	1.5%	1.7%
	perdita massima annua (5° perc.)	-5.6%	-5.9%	-5.3%	-5.7%
	volatilità annua rendimenti nominali	5.4%	5.7%	5.3%	5.7%
rendimento patrimonio mobiliare (netto)	rend. nominale composto annualizzato	2.6%	2.8%	3.1%	3.4%
	rend. reale composto annualizzato	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%
	perdita massima annua (5° perc.)	-5.0%	-5.7%	-4.9%	-5.5%
	volatilità annua rendimenti nominali	5.1%	5.6%	5.2%	5.7%

L'allocazione strategica proposta per la componente mobiliare consente di **incrementare il rendimento reale netto atteso** di medio-lungo termine di **circa 20 punti base** (rendimento reale composto annualizzato netto del 2.0% sull'orizzonte a 30 anni); **tenendo conto dell'immobiliare presente in portafoglio e del suo piano di dismissione il rendimento reale netto atteso di lungo termine del patrimonio complessivo è pari all'1.7%**

Nonostante il **contenuto peggioramento degli indicatori di rischio** dell'asset allocation strategica rispetto all'attuale, **i livelli di sostenibilità negli scenari di coda (5° percentile) risultano migliorativi**

Agenda

- ▶ Analisi integrata attivo-passivo
- ▶ Verifica dell'attuale asset allocation
- ▶ Revisione dell'asset allocation strategica
- ▶ **Asset allocation triennio 2018-2020**
- ▶ Conclusioni e prossimi passi
- ▶ Appendice

Premessa

lo scenario macroeconomico e finanziario

- ▶ Nell'ultimo anno il contesto di mercato ha visto confermarsi alcune evidenze, richiedendo nel contempo maggiore attenzione nella gestione dei portafogli per il prossimo triennio:
 - **crescita globale in miglioramento ed indicatori macroeconomici confortanti** sono senza dubbio un elemento positivo, al quale però potrebbero affiancarsi **politiche monetarie** che, dopo anni di espansione monetaria, potrebbero rivelarsi **più rapidamente meno accomodanti**
 - dopo un anno di movimenti marginali, almeno in europa, **l'obbligazionario potrebbe quindi sorprendere negativamente**. Il mercato infatti si attende **un aumento più veloce dei tassi**, rispetto a quanto stimato anche solo un anno fa, comportando il rischio di **registrare rendimenti negativi in conto capitale sul singolo esercizio**
 - nel corso dell'ultimo anno i livelli attesi di inflazione, in particolare nel lungo termine, sono un po' risaliti (l'inflazione italiana attesa a 5 anni è pari all'1%, quella a 10 anni è pari all'1.3%), pur in un quadro che rimane favorevole
 - gli **spread creditizi hanno raggiunto livelli estremamente compressi soprattutto in europa**, spinti dagli acquisti da parte della Bce; il tanto 'preannunciato' tapering potrebbe portare ad un processo di normalizzazione degli spread penalizzante per la classe del credito europeo
 - il mercato azionario continua ad **evidenziare performance importanti con una consistente diminuzione della volatilità**, ormai vicina ai minimi storici; ciò non può che richiedere di porre massima attenzione ad eventuali improvvisi ritracciamenti

Asset allocation triennio 2018 - 2020

proposta per il triennio

Asset class	Attuale AA*		AAS 2018-2020		Δ %
Strumenti di liquidità	4,3%	4,3%	4,0%	4,0%	-0,3%
Governativo emu	8,0%	51,4%	7,0%	50,0%	-1,4%
Governativo inflation	15,5%		15,0%		
Governativo globale ex emu	4,0%		5,0%		
Corporate emu	8,0%		8,0%		
Corporate globale ex emu	5,3%		5,0%		
Bond alto rendimento	4,3%		4,0%		
Bond emergenti	6,3%		6,0%		
Azioni europa	18,3%	34,7%	17,0%	34,0%	-0,7%
Azioni globale ex europa	11,2%		12,0%		
Azioni emergenti	5,2%		5,0%		
Partecipazioni	4,3%	4,3%	4,5%	4,5%	0,2%
Alternativi liquidi	0,0%	5,3%	2,0%	7,5%	2,2%
Alternativi illiquidi	5,3%		5,5%		
Totale mobiliare	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

* si è tenuto conto dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre, di quella già deliberata ma non ancora perfezionata alla data del 30/06 (sottoscrizione di 9 mln di fondi su bond corporate globali ex emu, 7 mln emergenti e 10 mln azionario europa), del futuro versamento di 15 mln alle gestioni patrimoniali e dei richiami/rimborsi su fondi chiusi fino a fine anno

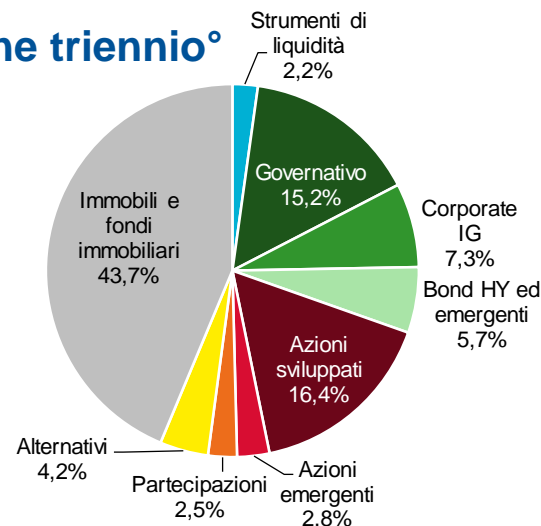
Rendimento triennio – portafoglio mobiliare

(valori netti* composti annualizzati)

	Attuale	AAS 2018-20
Rend. nominale	2.1%	2.1%
Rend. reale	1.2%	1.2%
Perdita max. (5° perc.)	-2.1%	-2.0%
Volatilità annua	5.2%	5.1%

* al netto della fiscalità vigente

AAS a fine triennio°



° tabella in appendice

- Al fine di guidare il processo di convergenza all'AAS è stata elaborata l'asset allocation per il prossimo triennio, così come in tabella
- Si confermano le esposizioni complessive sulla componente obbligazionaria ed azionaria del 2017, pur in un quadro di una redistribuzione sulle singole aree geografiche
- Viene inserita la classe degli alternativi liquidi al fine di ridurre la volatilità del portafoglio, visti i rischi di scenario
- L'AAS triennale consente di ridurre leggermente il rischio rispetto all'AA attuale, a parità di rendimento atteso

Analisi ALM e revisione AAS / CNPR - 27

Asset allocation triennio 2018 - 2020

ipotesi modifica dei pesi delle asset class per i mandati

Asset class	Attuale AA		Proposta 2018		Δ %
Governativo emu	10,0%	60,5%	9,0%	60,0%	-1,0%
Governativo inflation	18,0%		17,0%		-1,0%
Governativo globale ex emu	5,0%		6,0%		1,0%
Corporate emu	10,0%		10,0%		0,0%
Corporate globale ex emu	5,5%		6,0%		0,5%
Bond alto rendimento	5,0%		5,0%		0,0%
Bond emergenti	7,0%		7,0%		0,0%
Azioni europa	19,0%	39,5%	19,0%	40,0%	0,0%
Azioni globale ex europa	14,0%		15,0%		1,0%
Azioni emergenti	6,5%		6,0%		-0,5%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

- ▶ Relativamente alle gestioni patrimoniali si è tenuto conto che entro la fine del 2017 la Cassa **ha già previsto di versare ulteriori 15 mln** (3 mln a ciascun gestore)
- ▶ Alla luce di uno scenario moderatamente negativo per i bond (graduale aumento dei tassi) e moderatamente positivo per gli asset rischiosi, pur se con volatilità in aumento, si è ritenuto opportuno **confermare il benchmark dello scorso anno, rimodulando solo frazionalmente le esposizioni all'interno della componente obbligazionaria** (aumento della componente globale a scapito dell'emu) **ed incrementando la componente azionaria sul mercato globale**
- ▶ Nella ridefinizione delle linee guida dei mandati, nel confermare l'impianto, si ritiene opportuno porre l'accento sull'**attenzione alla copertura dei rischi a cui i gestori potranno far fronte sfruttando il budget di rischio previsto (TEV)**

Rendimento mandati

(valori lordi)

Triennio

Rend. nominale composto ann.	2.4%
Rend. reale composto ann.	1.4%
Volatilità annua	6.8%

Agenda

- ▶ Analisi integrata attivo-passivo
- ▶ Verifica dell'attuale asset allocation
- ▶ Revisione dell'asset allocation strategica
- ▶ Asset allocation triennio 2018-2020
- ▶ **Conclusioni e prossimi passi**
- ▶ Appendice

Conclusioni e prossimi passi

sintesi ed evidenze (1/2)

- Il **funding ratio (FR)** al 30 giugno 2017 risulta pari **all'85.2%** ad indicare che con le ipotesi utilizzate (tra le quali un Bilancio Tecnico differente rispetto a quello utilizzato nel 2015) e con l'attuale livello dei tassi la sostenibilità non sarebbe assicurata; in chiave prospettiva il FR migliora nel medio termine, salvo poi invertire la tendenza nel lungo periodo
- Il **target di rendimento reale netto di equilibrio del portafoglio complessivo è pari al 2.3%**; a causa dell'elevato peso della componente immobiliare caratterizzata da una scarsa redditività, il **rendimento reale netto richiesto al portafoglio mobiliare sarebbe ca. 5.5%**, evidenziando come la sola componente mobiliare non sarebbe in grado di assicurare l'equilibrio finanziario di lungo termine della Cassa. **Il rendimento reale netto di lungo periodo del patrimonio complessivo con l'attuale allocazione è infatti pari all'1.5%**
- Data l'esposizione alla componente immobiliare, **raggiungere il target risulta estremamente sfidante ed esporrebbe la Cassa a rischi di mercato molto elevati**; per questo motivo si è preferito elaborare un **asset allocation strategica (AAS) coerente con il profilo di rischio della Cassa** pur esprimendo un rendimento più contenuto rispetto al target di equilibrio
- L'asset allocation strategica** di lungo termine non modifica sostanzialmente l'asset allocation attuale, ma **prevede alcune rimodulazioni tra le classi più tradizionali (obbligazionario e azionario)** oltre **all'inserimento di una componente alternativa liquida** (long/short equity e/o debt, market neutral ecc.) al fine di decorrelare parte del portafoglio dalle dinamiche di mercato, contenendo la volatilità complessiva. La riduzione «inerziale» dell'immobiliare, se rispettata, permetterà di liberare risorse che potranno essere impiegate anche nella classe degli alternativi illiquidi (private equity, private debt, infrastrutture ecc...), riqualificando la componente di patrimonio investita in fondi chiusi e migliorando la redditività attesa del patrimonio

Conclusioni e prossimi passi

sintesi ed evidenze (2/2)

- ▶ Per quanto riguarda **l'asset allocation per il prossimo triennio**, **l'elevata componente di portafoglio immobilizzata tra strumenti illiquidi** (fondi chiusi ed immobiliare diretto) e **l'affidamento di una rilevante parte del patrimonio ai gestori bilanciati, non permette di operare sostanziali modifiche alla struttura di portafoglio**. Ciò premesso, dato lo scenario di mercato atteso, si ritiene opportuno **confermare le esposizioni complessive sulla componente obbligazionaria ed azionaria**, pur con **una redistribuzione sulle singole aree geografiche**, ed **inserire la classe alternativi liquidi al fine di ridurre la volatilità del portafoglio**, potenzialmente in aumento dati i livelli minimi raggiunti
- ▶ Si conferma l'opportunità di **investire in titoli diretti la componente in governativi emu legati all'inflazione**, oltre alle partecipazioni strategiche e le polizze, e **privilegiare l'utilizzo di gestori professionali per le classi di attivo più difficili da presidiare** quali obbligazionario ad alto rendimento, azionario ed altri investimenti quali gli alternativi liquidi (long/short equity e/o debt, market neutral ecc.)
- ▶ Anche quest'anno dalle analisi svolte si è evidenziata una **riduzione della componente immobiliare più rapida delle attese** a causa sia di dismissioni che di svalutazioni più consistenti del previsto. Data la scarsa redditività auspichiamo che la Cassa prosegua questo processo
- ▶ In continuità con lo scorso anno, la **rimodulazione dell'asset allocation proposta per i mandati**, sostanzialmente **conferma la ripartizione obbligazioni/azioni (60-40%)**, **pur in un quadro di redistribuzione all'interno della componente obbligazionaria** (aumento della componente globale a scapito dell'emu) ed un **incremento della componente azionaria extra europea**; viene confermata inoltre la risk policy adottata già dal 2016, ferma restando l'attenzione alla copertura dei rischi a cui i gestori potranno far fronte sfruttando il budget di rischio previsto

Agenda

- **Analisi integrata attivo-passivo**
- **Verifica dell'attuale asset allocation**
- **Revisione dell'asset allocation strategica**
- **Asset allocation triennio 2018-2020**
- **Conclusioni e prossimi passi**
- **Appendice**

Generatore di scenari

metodologia del modello di simulazione

- ▶ il **modello econometrico ESG** permette di simulare un numero molto elevato di sentieri possibili dei principali fattori di rischio utili per la costruzione dei rendimenti degli indici di mercato e per simulare il rendimento a mercato del patrimonio della Cassa, in particolare:
 - ❑ le **curva dei tassi d'interesse** (risk free) delle aree di riferimento («tassi swap») influiscono
 - ✓ sul rendimento atteso degli indici obbligazionari che sono costruiti a partire dai tassi risk-free corrispondenti al nodo di duration dell'indice
 - ✓ sulla curva utilizzata per stimare il valore attuale di contributi e prestazioni
 - ❑ i **tassi di inflazione** delle aree di riferimento: influenzano
 - ✓ il rendimento atteso dei bond inflation-linked
 - ✓ il tasso di crescita dei redditi, dei montanti e delle pensioni
 - ❑ il **credito degli indici obbligazionari**, ovvero la differenza tra il rendimento atteso dell'indice e il tasso risk free di riferimento di pari durata («asset swap spread» o «ASW»), incide:
 - ✓ sul rendimento atteso degli indici obbligazionari poiché contribuisce a definire (unitamente ai tassi swap euro) la componente cedolare e le variazioni mark-to-market dei benchmark obbligazionari
 - ✓ sulla curva utilizzata per stimare il valore attuale di contributi e prestazioni
 - ❑ **tassi di cambio**: i titoli a cambio aperto sono simulati tenendo conto anche del rischio cambio che è parametrizzato in base alla volatilità storica ed ipotizzando un andamento legato al differenziale dei rendimenti privi di rischio a breve termine nelle diverse economie
 - ❑ **azioni**: sono simulate con un modello di premio al rischio che tiene conto sia della volatilità storica sia dell'extra-rendimento rispetto ad una classe di investimento priva di rischio
 - ❑ **la volatilità e la matrice di correlazione dei rendimenti**: definiscono l'ampiezza della distribuzione dei rendimenti degli indici ed influenzano la variabilità del rendimento di portafoglio

Generatore di scenari

rendimenti attesi lordi

		rendimento composto annualizzato				volatilità
		3 anni	5 anni	10 anni	20 anni	
strumenti di liquidità	Liquidità	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%	0.6%
	Polizze	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%
bond governativo	Italia TF (breve termine)	-0.2%	0.2%	0.9%	1.5%	3.6%
	Italia TF (medio termine)	0.1%	0.6%	1.3%	2.1%	7.3%
	Italia TF (lungo termine)	0.5%	0.9%	1.4%	2.5%	10.0%
	Italia IL (breve-medio termine)	0.5%	0.9%	1.4%	2.1%	8.6%
	Italia IL (lungo termine)	0.6%	0.6%	1.0%	2.2%	15.0%
	Emu ex-Italia TF (breve termine)	-0.9%	-0.4%	0.2%	0.8%	2.2%
	Emu ex-Italia TF (medio termine)	-1.5%	-0.8%	0.1%	1.0%	4.1%
	Emu ex-Italia TF (lungo termine)	-1.7%	-1.2%	-0.4%	1.0%	10.3%
bond societario IG	Emu ex-Italia IL	-0.6%	-0.1%	0.6%	1.6%	6.8%
	Globale ex-Emu (cambio coperto)	-0.3%	0.1%	0.5%	1.2%	4.0%
bond alto rendimento	Euro	-0.9%	0.0%	1.0%	1.9%	4.2%
	Globale ex-Euro (cambio coperto)	0.7%	1.2%	2.1%	3.1%	5.1%
	Bond Emergente (cambio coperto)	3.2%	3.6%	4.2%	5.1%	8.8%
bond convertibili	Bond Societari HY Emu	0.5%	1.5%	3.0%	4.4%	12.4%
	Bond Societari HY US (cambio coperto)	2.2%	3.0%	4.3%	5.4%	9.1%
azionario	Europa	5.8%	5.7%	5.7%	5.6%	8.5%
	Globale	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	9.5%
	Italia	7.0%	6.5%	6.3%	6.2%	22.0%
	Emu ex-Italia	6.0%	5.8%	5.6%	5.4%	17.7%
	Europa ex-Emu	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	14.2%
	Globali ex-Europa	3.8%	3.9%	4.2%	4.2%	12.9%
	Emergenti	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	18.4%
Alternativi liquidi	Strategie Alternative Liquide	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%
	Commodity	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	12.6%
Alternativi illiquidi	Hedge Fund	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	5.3%
	Private Debt	3.6%	3.9%	4.1%	4.4%	9.2%
	Private Equity	7.7%	7.2%	6.7%	6.4%	24.1%
Infrastrutture	Infrastrutture	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	13.9%

Nota: in fase di simulazione e di definizione dell'AA si è tenuto conto della **partecipazione in Banca d'Italia**; il **rendimento atteso** è stato posto prudenzialmente pari al rendimento minimo (4.5%). Per quanto riguarda l'**immobiliare** il rendimento atteso è stato **simulato coerentemente con quanto indicato alle pagine 13 e 14**

Appendice

proposta per il 2018

Asset class	Attuale AA		AAT 2018		Δ %
Strumenti di liquidità*	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
Governativo emu	3,8%	24,5%	3,5%	25,0%	0,5%
Governativo inflation	7,4%		7,5%		
Governativo globale ex emu	1,9%		2,5%		
Corporate emu	3,8%		4,0%		
Corporate globale ex emu	2,6%		2,5%		
Bond alto rendimento	2,0%		2,0%		
Bond emergenti	3,0%		3,0%		
Azioni europa	8,7%	16,5%	8,5%	17,0%	0,5%
Azioni globale ex europa	5,3%		6,0%		
Azioni emergenti	2,5%		2,5%		
Partecipazioni	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	0,2%
Alternativi liquidi	0,0%	2,5%	1,0%	3,8%	1,2%
Alternativi illiquidi	2,5%		2,8%		
Immobiliare	52,5%	52,5%	50,0%	50,0%	-2,5%
Totale patrimonio	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

► Nella tabella a fianco **l'asset allocation per il 2018 calcolata sul patrimonio complessivo**

► Viene inserita la classe degli **alternativi liquidi** al fine di ridurre la volatilità del portafoglio, visti i rischi di scenario

* si è tenuto conto dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre, di quella già deliberata ma non ancora perfezionata alla data del 30/06 (sottoscrizione di 9 mln di fondi su bond corporate globali ex emu, 7 mln emergenti e 10 mln azionario europa), del futuro versamento di 15 mln alle gestioni patrimoniali e dei richiami/rimborsi su fondi chiusi fino a fine anno

Appendice

proposta per il triennio 2018-2020

Asset class	Attuale AA		AAS 2018-2020		Δ %
Strumenti di liquidità*	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	0,2%
Governativo emu	3,8%	24,5%	3,9%	28,2%	3,7%
Governativo inflation	7,4%		8,5%		
Governativo globale ex emu	1,9%		2,8%		
Corporate emu	3,8%		4,5%		
Corporate globale ex emu	2,6%		2,8%		
Bond alto rendimento	2,0%		2,3%		
Bond emergenti	3,0%		3,4%		
Azioni europa	8,7%	16,5%	9,6%	19,2%	2,7%
Azioni globale ex europa	5,3%		6,8%		
Azioni emergenti	2,5%		2,8%		
Partecipazioni	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	0,5%
Alternativi liquidi	0,0%	2,5%	1,1%	4,2%	1,7%
Alternativi illiquidi	2,5%		3,1%		
Immobiliare	52,5%	52,5%	43,7%	43,7%	-8,8%
Totale patrimonio	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

► Nella tabella a fianco **l'asset allocation strategica a fine 2020, calcolata sul patrimonio complessivo**

* si è tenuto conto dell'operatività avvenuta nel terzo trimestre, di quella già deliberata ma non ancora perfezionata alla data del 30/06 (sottoscrizione di 9 mln di fondi su bond corporate globali ex emu, 7 mln emergenti e 10 mln azionario europa), del futuro versamento di 15 mln alle gestioni patrimoniali e dei richiami/rimborsi su fondi chiusi fino a fine anno

Disclaimer

Il presente report deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Il presente report ed i risultati delle analisi in esso contenute, sono elaborati sulla base di dati e informazioni forniti da terzi. Prometeia Advisor Sim S.p.A. non garantisce, in alcun modo, l'esattezza e la completezza di tali dati ed informazioni e non potrà essere, in alcun modo, ritenuta responsabile per gli eventuali danni diretti, indiretti o accidentali, che possano derivare dall'utilizzo del presente report e/o della informazioni e dei dati in esso contenuti.

I dati e le informazioni contenute nel presente report devono intendersi come riservati e destinati ad essere utilizzati dal destinatario del report medesimo, esclusivamente all'interno della propria organizzazione aziendale.

Il destinatario del report si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, ad osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente report, dichiarando di impegnarsi a manlevare e tenere indenne Prometeia Advisor Sim S.p.A., da qualsiasi pretesa, azione, domanda di terzi, connessa alla divulgazione di notizie, informazioni e dati contenuti nel presente report.

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti.

Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia.

Copyright © 2017 Prometeia

Prometeia

Bologna

Via Guglielmo Marconi,43
+39 051 6480911
italy@prometeia.com

Milano

Via Brera, 18
+39 02 80505845
italy@prometeia.com

Roma

Via Tirso, 26
italy@prometeia.com

Londra

Dashwood House 69 Old Broad Street
London EC2M 1QS
+44 (0) 207 786 3525
uk@prometeia.com

Istanbul

Metrocity İş Merkezi No. 171 A blok 3. Kat
Büyükdere Cad Mecidiyeköy
+ 90 212 7090280-81-82
turkey@prometeia.com

Beirut

2nd floor, Chebli Building,
669 Ashrafieh
+961 1 425206
lebanon@prometeia.com

Mosca

ul. Ilyinka, 4
Capital Business Center Office 308
russia@prometeia.com

www.prometeia.com

<http://www.prometeia.it/prometeia-advisor-sim>



LinkedIn
Prometeia



Facebook
prometeiagroup



Twitter
@PrometeiaGroup



Youtube
prometeia