

Milano, 10 luglio 2013

Spettabile
Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione
Via In Arcione, n. 71
00187 Roma

Inviata via e-mail all'indirizzo di posta elettronica consultazione@covip.it

“La rappresentazione del rischio nella stima della pensione complementare”: osservazioni sul documento per la discussione.

Spettabile Commissione,

nel rispondere al vostro invito a formulare osservazioni, commenti o proposte relativamente al documento per la discussione del 21/02/2013 dal titolo “La rappresentazione del rischio nella stima della pensione complementare”, Intesa Sanpaolo Previdenza ed Intesa Sanpaolo Vita intendono innanzitutto ringraziare per l’opportunità offerta.

La necessità di fornire alla nostra clientela un’informativa chiara, completa ed utile ad indirizzare in maniera consapevole le scelte di investimento ha da sempre costituito una priorità per il Gruppo Intesa Sanpaolo.

In particolare le nostre Società, quali istitutrici di forme di previdenza complementare, insieme agli intermediari incaricati del collocamento, hanno affiancato all’impegno nel campo dell’innovazione del prodotto anche l’obiettivo di fornire ai propri clienti un servizio di elevata qualità sia in fase di adesione, che durante la permanenza nel piano pensionistico.

Offrire al cliente informazioni relative non solo al rendimento atteso dall’investimento previdenziale, ma anche sul rischio connesso, come prospettato nel documento per la discussione redatto da codesta spettabile Commissione, rappresenta un indiscutibile valore aggiunto per consentire scelte adeguate al fine di costruire la propria pensione complementare.

Riteniamo pertanto l’iniziativa estremamente importante, costituendo senza alcun dubbio un passo in avanti rispetto all’attuale informativa messa a disposizione degli aderenti.

A nostro avviso gli elementi principali da analizzare riguardano sia le modalità di comunicazione, sia il metodo con cui l’analisi del rischio è condotta.

Nella predisposizione del “Progetto Esemplificativo Personalizzato” è fondamentale dare maggiore risalto ai dati essenziali per l’iscritto: ammontare dei contributi versati, valore attuale della posizione,

Handwritten initials/signature

stima del valore atteso della posizione al pensionamento e della conseguente rendita. Deve inoltre essere possibile individuare tali grandezze in maniera immediata; l'utilizzo di semplici grafici può rendere maggiormente efficace tale rappresentazione.

E' però indispensabile che l'aderente sia consapevole che la stima della pensione fornita rappresenta un valore aleatorio, soggetto alla variabilità tipica di ogni investimento finanziario. E' pertanto necessario affiancare una semplice rappresentazione di tale rischiosità presentando, oltre allo "scenario centrale" anche degli scenari alternativi, sia "pessimistico" che "ottimistico": attraverso tale modalità l'aderente al fondo pensione può percepire le implicazioni delle scelte finanziarie sul proprio piano di accumulo, apprezzando non solo il rischio che comporta l'investimento, ma anche le opportunità di crescita della propria posizione pensionistica nel lungo periodo.

La stima della pensione complementare è ovviamente funzione anche di altre variabili, oltre a quelle attinenti al rischio di investimento. La rappresentazione in un documento cartaceo di queste ulteriori ipotesi può comportare il rischio di presentare un numero eccessivo di dati, rendendo di fatto meno efficace la comunicazione. Tuttavia questo aspetto andrebbe comunque evidenziato, rimandando l'aderente per le relative analisi agli applicativi disponibili sui siti internet delle società istitutrici.

Relativamente al metodo con cui condurre tale analisi, a nostro avviso non è possibile prescindere da un approccio di tipo stocastico che permette di quantificare il rischio di investimento, associando delle probabilità di accadimento agli scenari alternativi.

A tale proposito è opportuno che la Commissione fornisca alle Società indicazioni circa le modalità tecniche ed i parametri con cui condurre tale analisi, in modo da evitare che differenze nelle stime effettuate dalle società siano da ricondurre alle caratteristiche dei modelli utilizzati più che alle specificità dei prodotti previdenziali istituiti.

Tali considerazioni di carattere generale sono state svolte anche nelle sedi associative, e le scriventi Società condividono i documenti di risposta alla consultazione preparati in tali sedi.

Cogliamo però l'occasione per aggiungere qualche ulteriore riflessione, di carattere più analitico, circa il modello di simulazione dei rendimenti da utilizzare.

Riteniamo che, data la lunghezza richiesta per l'orizzonte di simulazione, potrebbe non essere pienamente adeguato l'utilizzo di un modello di proiezione ad hoc per singolo fattore di rischio (e quindi, ad esempio, uno che incorpori l'effetto di mean-reversion, come ipotizzato nel documento di consultazione), anche perché presupporrebbe l'ipotesi di una qualche forma distribuzionale: la calibrazione dei parametri sarebbe troppo arbitraria ed il "rischio modello" troppo alto.

Si potrebbe invece adottare una procedura basata sulla "riproposizione" degli accadimenti del passato, che risponda alla domanda: "che profilo di rischio/rendimento avrebbe potuto avere un fondo uguale a quello dell'aderente nel passato?". Questo tipo di approccio può essere messo in pratica mediante una simulazione storica filtrata (Filtered Historical Simulation - FHS¹).

¹ Nell'Allegato 1 viene riportata una possibile metodologia applicativa della simulazione

Tale approccio, non parametrico, non assume alcuna distribuzione per i rendimenti degli indici finanziari (azioni / obbligazioni) e, inoltre, non è distorto dal fenomeno di "raggruppamento della volatilità" (volatility clustering²), che impatterebbe una simulazione storica non filtrata.

Utilizzare rendimenti del passato non filtrati significherebbe campionare osservazioni indipendenti ma non identicamente distribuite: le osservazioni sono indipendenti (perché pescate in modo indipendente, con re-imbussolamento), ma non identicamente distribuite, perché appartengono a "classi" diverse.

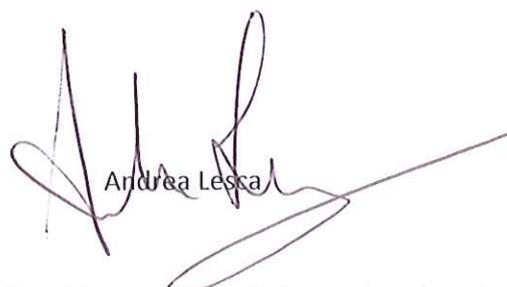
L'operazione di filtraggio permette di campionare da una distribuzione di variabili indipendenti e identicamente distribuite in cui è stata eliminata questa dipendenza e di aggiungerla in seguito in base alla "fase" di mercato in cui ci si trova, "ricostruendo" l'effetto di mean-reversion.

L'utilizzo di questa tipologia di simulazione ha l'ulteriore vantaggio di non dover supporre correlazione alcuna fra gli indici simulati. È sufficiente campionare le innovazioni riferite alla stessa epoca per mantenere la correlazione originaria delle serie storiche.

Un ulteriore, ed ultimo, spunto di riflessione è costituito dalla definizione della metodologia di simulazione da adottare per alcune tipologie di fondi pensione, che dovrebbe essere uguale per tutti gli operatori e, anche in questo caso, indicata dalla Commissione. Nel documento si concentra infatti l'analisi su tipologie di gestione "a benchmark". Si dovrebbero tuttavia esprimere indicazioni sulla modalità di trattamento di

- fondi protetti o garantiti: è possibile replicare gli algoritmi che il gestore utilizza per garantire la prestazione;
- fondi flessibili: è impossibile prevedere il comportamento del gestore. Si suggerisce di utilizzare pesi dei vari comparti fissi e pari a quelli iniziali, ottenuti massimizzando il rendimento del portafoglio a volatilità fissata (con volatilità data dall'80% della massima permessa). Una metodologia più precisa, ma più complicata da un punto di vista computazionale, potrebbe consistere nel modificare i pesi si volta in volta, con lo stesso criterio di massimizzazione, a seconda dei risultati ottenuti nelle simulazioni;
- gestioni separate assicurative: si dovrebbe definire una modalità di simulazione che preservi le caratteristiche peculiari di queste tipologie di portafogli, quali ad esempio l'assenza di valutazioni "al mercato" dei rendimenti.

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si rendesse necessario, si inviano distinti saluti.



Andrea Lesca

² Il volatility clustering esprime la correlazione fra le volatilità dei rendimenti: in genere i mercati si comportano in modo ciclico, come evidenziato in letteratura, alternando periodi di maggiore variabilità a periodi più calmi.



Allegato 1. Metodologia applicativa Filtered Historical Simulation

Per generare una FHS si devono seguire i seguenti passaggi:

- filtrare le serie storiche per generare le “innovazioni”, che sono variabili i.i.d. (indipendenti identicamente distribuite): si standardizzano i rendimenti con l'aiuto di un modello ARMA(1,1) per la media condizionale e un modello GARCH(1,1) per la varianza condizionale;
- *bootstrappare* le innovazioni mediante campionamento con re-imbussolamento per simulare le innovazioni nel futuro;
- calcolare le serie future aggiungendo alle innovazioni future le informazioni di media e varianza predette in base al modello ARMA-GARCH

Una volta filtrate le serie storiche, è possibile assegnare alle innovazioni arbitrari valori di media e deviazione standard, ad esempio:

- è possibile utilizzare i valori predetti dal modello ARMA-GARCH;
- è possibile adottare valori definiti univocamente, eventualmente set diversi per mappare scenari “ottimistici / pessimistici”.

Si ritiene che tali grandezze debbano essere “risk actual” piuttosto che “risk neutral”: devono riflettere la reale propensione al rischio dell'investitore, in modo che esso possa scegliere in modo opportuno il comparto in cui investire.

Si sottolinea l'importanza di operare le simulazioni rispondendo a semplici e chiare regole predefinite, stabilite dalla stessa Commissione di Vigilanza, che dovrebbero riguardare:

- l'individuazione della base dati e degli indici;
- la profondità temporale delle serie storiche da utilizzare;
- il passo temporale per il calcolo dei rendimenti e la metodologia di calcolo;
- numerosità del campionamento da utilizzare in fase di simulazione;
- nel caso di utilizzo della metodologia FHS, la Commissione potrebbe fornire anche i parametri ARMA-GARCH.

