



Roma, 15/07/2013

**Contributo alla discussione su
“La rappresentazione del rischio nella
stima della pensione complementare”**

Mefop

Tel: 06 48073531

Fax: 06 48073548

E-mail: mefop@mefop.it

Capitale sociale Euro 104.000 i.v. – Codice fiscale e partita iva 05725581002

Registro delle imprese c/o la C.C.I.A.A. di Roma n. 75540/1999

Sede legale 00184 Roma Via Milano, 58

Tel.: 06.48073530 Fax: 06.48073548

mefop@mefop.it – www.mefop.it

Osservazioni sul documento di discussione in merito a “La rappresentazione del rischio nella stima della pensione complementare”

Considerazioni di ordine generale

Mefop esprime apprezzamento per la scelta della Commissione di avviare un nuovo momento di confronto sulle modalità di rappresentazione del rischio nelle stime relative al livello delle prestazioni previdenziali di cui i lavoratori potranno disporre al momento del pensionamento.

La rappresentazione dell'importo delle prestazioni pensionistiche attese su diversi scenari di redditività è un passo fondamentale per consentire al lavoratore una corretta valutazione degli effetti delle proprie scelte di investimento sulla copertura offerta dal fondo pensione.

Si esprime, in particolare, apprezzamento per la volontà di regolamentare, in modo omogeneo per tutte le forme pensionistiche, l'adozione di modelli e metodologie di rappresentazione del rischio al momento impostati discrezionalmente dal singolo fondo pensione. Un impianto di regole comuni è fondamentale per una maggiore coerenza del sistema, con conseguente aumento della credibilità delle stime effettuate da tutti i fondi pensione e si colloca in modo coerente con il processo di standardizzazione della comunicazione già avviato dalla Commissione (Isc, nota informativa,...).

Il documento per la discussione prodotto dalla Commissione fornisce utili indicazioni per la costruzione di ipotesi valide per le stime e rappresenta in modo chiaro ed esaustivo le possibili modalità di calcolo e rappresentazione del rischio.

Si ritiene, tuttavia, che la scelta del modello tra le due alternative proposte, di tipo deterministico la prima, di natura stocastica la seconda, possa porre i fondi pensione davanti a un *trade-off*: un modello deterministico, se agevola la lettura e il calcolo, tuttavia non è garante della produzione di stime accurate, come quelle originate da un modello di tipo stocastico. Nel fornire i nostri commenti alle domande poste dalla Commissione, proponiamo l'uso di una metodologia di stima che possa realizzare i vantaggi di un modello deterministico senza perdere l'accuratezza dell'approccio stocastico.

Pur accogliendo con favore l'introduzione di modelli di valutazione del rischio, auspichiamo una razionalizzazione dei contenuti della comunicazione obbligatoria dei fondi pensione nell'ottica di una semplificazione generale delle informazioni. Se la comunicazione non è affiancata da un'adeguata attività di divulgazione o non è caratterizzata da messaggi semplici e supportati da elementi grafici, si può correre il rischio di un'eccessiva esposizione dei potenziali aderenti a informazioni troppo complesse e tecniche.

Considerazioni di dettaglio

A – Utilità della rappresentazione del rischio di investimento

Ricorrere a una rappresentazione quantitativa del rischio di investimento favorisce scelte più consapevoli da parte degli aderenti o complica eccessivamente il messaggio? Perché?

L'obiettivo di consentire una scelta consapevole da parte degli iscritti alla previdenza complementare sul profilo di investimento e sui livelli contributivi richiede la conoscenza dei possibili sviluppi che una decisione potrebbe portare in termini di prestazioni pensionistiche e, quindi, di copertura del fabbisogno. Un risultato di tipo puntuale, seppure accompagnato da un'avvertenza sulla maggiore variabilità dell'investimento azionario, non è in grado di fornire una visione d'insieme sufficiente a comprendere le implicazioni delle possibili opzioni a disposizione del lavoratore. L'attenzione, infatti, tende a concentrarsi maggiormente sui valori numerici, lasciando in secondo piano avvertenze di tipo qualitativo. L'investimento azionario, con una redditività reale doppia rispetto a quello obbligazionario, risulta quindi più appetibile al lavoratore, anche su orizzonti di investimento brevi.

Le eccessive fluttuazioni dei mercati finanziari negli ultimi anni hanno dimostrato come una semplice avvertenza, quando non accompagnata da riscontri quantitativi, possa non consentire al lavoratore una valutazione consapevole delle scelte di contribuzione nel fondo pensione.

L'esposizione di un range di valori entro il quale si possa collocare la prestazione finale di un fondo pensione non dovrebbe complicare il messaggio fornito all'aderente. Si ritiene, perciò, che la predisposizione di un valore puntuale possa

rendere meno chiara la natura di mera stima del progetto esemplificativo, generando erroneamente nel lettore la sensazione di trovarsi davanti a una sorta di certificazione della prestazione finale.

Si ritengono possibili soluzioni di rappresentazione del rischio di investimento prescindendo da una quantificazione dello stesso (ad esempio, tramite rappresentazioni grafiche particolarmente efficaci)?

Per essere davvero efficace, una rappresentazione grafica richiede comunque una quantificazione della variabilità delle prestazioni finali. Per garantire l'omogeneità della rappresentazione, la Covip dovrebbe fornire a tutti i fondi regole certe e comuni per la produzione degli elementi grafici. Si ritiene che solo una quantificazione del rischio possa perseguire tale scopo.

La rappresentazione del rischio va inserita anche nel documento cartaceo che riporta le proiezioni o è preferibile limitarla agli strumenti a disposizione con i motori di calcolo sui siti web?

Sarebbe utile che anche il progetto esemplificativo personalizzato cartaceo inviato al lavoratore riporti le proiezioni. Tale documento cartaceo è per molti aderenti l'unico strumento a disposizione per valutare un adeguamento del proprio profilo di investimento. L'eventuale difficoltà di accesso a strumenti tecnologici e l'assunzione di comportamenti inerziali rendono meno probabile l'utilizzo di strumenti di simulazione on line per diversi aderenti.

A tal proposito, tuttavia, è bene approfondire il tema della potenza di calcolo necessaria per la produzione dei progetti cartacei. Simulazioni di tipo Montecarlo potrebbero rendere troppo gravoso, a livello computazionale, la produzione in massa di proiezioni. Su tale tematica si tornerà con la risposta alla domanda B3.

B – Modalità di quantificazione del rischio di investimento

E' preferibile una quantificazione del rischio deterministica (cfr. par. 4.2.1) o stocastica (cfr. par. 4.2.2)? Perché?

Il documento per la discussione proposto dalla Covip evidenzia in modo chiaro i limiti insiti in una quantificazione del rischio di tipo deterministico. Si ritiene pertanto necessario un approccio di tipo stocastico, maggiormente in grado di produrre risultati finali che tengano in considerazione l'evoluzione della rischiosità in base agli

orizzonti temporali di riferimento e alla composizione del profilo scelto.

Si ritiene che il modello di simulazione del rendimento delle azioni debba tenere conto dell'effetto di mean reversion (cfr. 4.2.3)?

Il modello con *mean reversion* sembra gestire l'evoluzione della perdita massima dell'investimento azionario in modo più adeguato rispetto al modello log-normale. Tuttavia, riteniamo che non sia a questo preferibile per diversi motivi. Innanzitutto, i due modelli offrono risultati molto simili man mano che ci si avvicina alla scadenza del piano. Il modello con *mean reversion* presenta poi maggiori complessità a livello metodologico. Si ritiene che il modello log-normale abbia un livello di accuratezza appropriato, relativamente comprensibile per gli aderenti e in grado di evitare costi eccessivi di implementazione nei sistemi informatici (si veda oltre).

Si ritiene più utile ricorrere ad altri modelli di simulazione dei rendimenti rispetto a quelli utilizzati in questo capitolo? Quali? (fornire riferimenti e, se possibile, esempi concreti di simulazioni)

Come indicato in precedenza, si ritiene che il modello stocastico basato sulla distribuzione lognormale dei rendimenti sia il più appropriato per la determinazione degli intervalli di variazione delle prestazioni finali del fondo pensione. Vi sono tuttavia delle perplessità sulla necessità di ricorrere a simulazioni Montecarlo per la determinazione degli scenari da rappresentare.

L'impiego delle simulazioni Montecarlo consente di analizzare l'aleatorietà dei rendimenti e il quadro risultante può fornire indicazioni preziose e sicuramente non desumibili da un'analisi deterministica, ma sia il carico computazionale sia la complessità dei risultati difficilmente si adattano a un'analisi che si ponga, come obiettivo, di risultare facilmente comprensibile per il lavoratore. Si pensi, per esempio, alle difficoltà interpretative da parte di un lavoratore che produca due simulazioni con identiche ipotesi di calcolo. La natura stessa del metodo Montecarlo comporterebbe risultati diversi tra le due simulazioni. La diversità coinvolgerebbe non solo gli scenari pessimistico e ottimistico, ma anche quello centrale. Tali divergenze potrebbero essere limitate incrementando il numero di traiettorie simulate. Oltre a non eliminare il problema, tuttavia, la potenza di calcolo necessaria per la produzione di un numero elevato di progetti esemplificativi sarebbe forse eccessiva.

Al fine di superare le limitazioni del metodo Montecarlo, sarebbe preferibile disporre

di un metodo diretto che sia in grado di fornire semplicemente il risultato medio atteso e una stima pessimistica e ottimistica delle prestazioni al termine. Il quadro pessimistico (ottimistico) dovrebbe rappresentare lo scenario evolutivo “peggiore” (“migliore”) dei risultati nell’intervallo atteso di variazione dei fattori di rischio, e può essere quantificato (come nei noti modelli VAR) da un adeguato livello di confidenza per individuare nelle distribuzioni probabilistiche dei risultati un valore rappresentativo nella coda della distribuzione. In questo caso la leggibilità e la semplicità di esposizione dei risultati risulterebbero semplificate.

Un modello deterministico che approssima in modo appropriato un modello stocastico è descritto adeguatamente da William Jr. Trainor nell’articolo “*Long range confidence interval projections and probability estimates*” pubblicato su *Financial Services Review* 14 (2005), pp. 73–84.

In presenza di un investimento che prevede un unico pagamento è semplice stimare il valore a termine del montante conoscendo la distribuzione dei rendimenti. Allo stesso modo è possibile stimare uno scenario pessimistico e uno ottimistico fissando adeguati intervalli di confidenza. La necessità di ricorrere a simulazioni Montecarlo per la stima delle prestazioni a termine di un fondo pensione nasce dalla natura ricorrente dei pagamenti.

Sulla base dell’ipotesi di indipendenza dei rendimenti sul piano temporale, Trainor propone di calcolare il valore al termine di ogni singolo versamento per i piani di investimento che prevedono versamenti ricorrenti (considerando per ogni versamento l’orizzonte temporale proprio) e valorizzando il montante come somma algebrica di tutte le singole componenti. Il montante finale nello scenario pessimistico sarebbe quindi calcolato come somma del montante finale pessimistico di ogni singolo versamento, considerato come un investimento a sé stante.

Trainor mostra come i risultati calcolati applicando tale metodo non si discostano in maniera significativa da quelli che si otterrebbero con diverse simulazioni Montecarlo, a parità di parametri di rendimento atteso e volatilità.

Pur essendo, di fatto, un approccio di tipo deterministico, un simile modello imposta la scelta dei rendimenti nei diversi scenari a livello di ogni singolo orizzonte temporale di investimento e non, come nella configurazione base del modello deterministico per il piano di accumulo nella sua interezza. Presenta quindi tutti i

vantaggi di un approccio stocastico senza però dividerne i punti di debolezza: complessità di calcolo, alti requisiti in termini di potenza di calcolo, non persistenza dei risultati in simulazioni ripetute.

Non dimentichiamo come, all'atto della produzione dei progetti massivi (ossia la predisposizione per tutti gli aderenti del documento da spedire insieme alla comunicazione periodica), sia necessario elaborare per alcuni fondi pensione centinaia di migliaia di progetti esemplificativi personalizzati. Il metodo Montecarlo imporrebbe sistemi computazionali molto potenti, investimenti importanti in termini di hardware, nonché tempo non indifferente per la produzione delle stime. Occorre valutare attentamente questo aspetto, che si tradurrebbe in un elevato costo di elaborazione probabilmente trasferito sull'aderente. Ai fini comunicativi, la simulazione Montecarlo porterebbe a risultati diversi a ogni elaborazione effettuata, disorientando il lavoratore invece di aumentare il suo livello di comprensione degli scenari.

C – Modalità di rappresentazione del rischio di investimento nel progetto esemplificativo personalizzato

La rappresentazione per scenari è utile o sono preferibili alternative diverse? Nel secondo caso, quali sono? (fornire esempi pratici)

Si ritiene che la rappresentazione per scenari sia adeguata agli obiettivi del progetto esemplificativo.

La rappresentazione del rischio deve riguardare unicamente il comparto al quale l'iscritto ha aderito (cfr. figura 4.1) o deve essere di tipo comparativo (cfr. figura 4.2)?

Si ritiene che sia utile seguire l'attuale impostazione del progetto esemplificativo personalizzato: produrre il documento annuale da inviare al lavoratore insieme alla comunicazione periodica considerando solo il profilo a cui questi ha aderito, consentendo di simulare con il motore on line la scelta di altri profili di investimento.

Si ritengono possibili modalità di rappresentazione del rischio di tipo comparativo più semplici rispetto a quella riportata nella figura 4.2?

Per ragioni di semplicità di lettura, potrebbe essere utile limitare rappresentazioni comparative al solo motore on line. Sarebbe comunque opportuno valutare

attentamente l'opportunità di effettuare tali analisi comparative. Laddove il fondo pensione disponga di più comparti, la rappresentazione diventerebbe troppo complessa e di difficile realizzazione a livello grafico. Anche se si volesse limitare il confronto a due profili di investimento, quali regole si dovrebbero utilizzare per determinare il profilo alternativo? Sembra più utile, nei soli motori on line, lasciare la libertà all'utente, di modificare il profilo di investimento, al fine di valutare, caso per caso, come cambiano i campi di variazione delle prestazioni a termine.

D – Ulteriori questioni

Si ritiene che nel progetto esemplificativo standardizzato vadano date le informazioni quantitative sugli scenari con riferimento a tutte le figure tipo previste dalle disposizioni o è sufficiente ricorrere a una rappresentazione generica (cfr. figura 4.3)? Si ritengono più efficaci altre rappresentazioni? Quali? (riportare esempi)

Si ritiene che il progetto standardizzato possa mantenere l'attuale configurazione, aggiungendo i due scenari pessimistico e ottimistico calcolati con le medesime modalità utilizzate nel progetto personalizzato. Al fine di non incrementare in modo eccessivo la mole di informazioni, i casi tipo da considerare potrebbero essere ridotti a un unico livello di contribuzione periodica: data la struttura media dei costi nei fondi pensione italiani, la variazione del rapporto tra montante finale e contribuzione totale al cambiare del contributo annuale potrebbe essere considerata trascurabile.

Si veda l'esempio seguente, dove, fissato un livello di contribuzione (che potrebbe corrispondere a un valore vicino alla contribuzione media ai fondi pensione italiani) viene stimata la posizione finale e la rendita annua per ogni comparto, in tre scenari di rendimento e per diverse età di ingresso nel fondo pensione.

Età di adesione	Anni di versamento	Comparti	Versamenti lordi cumulati	Scenario pessimistico		Scenario medio		Scenario ottimistico	
				Posizione individuale finale	Rendita annua	Posizione individuale finale	Rendita annua	Posizione individuale finale	Rendita annua
Iscritto di sesso ...				Età al pensionamento ipotizzata: 67 anni					
30	37	Comparto 1	...	...	...	...	...	...	...
		Comparto 2		...	...	...	...	...	...
		Comparto 3		...	...	...	...	...	...
40	27	Comparto 1	...	...	...	...	...	...	...
		Comparto 2		...	...	...	...	...	...
		Comparto 3		...	...	...	...	...	...
50	17	Comparto 1	...	...	...	...	...	...	...
		Comparto 2		...	...	...	...	...	...
		Comparto 3		...	...	...	...	...	...

La rappresentazione generica riportata in figura 4.3 potrebbe non essere in grado di perseguire adeguatamente gli obiettivi del progetto esemplificativo standardizzato. In primo luogo, sarebbe preferibile considerare un investimento periodico, come è il fondo pensione, piuttosto che l'investimento di mille euro per uno, dieci e quarant'anni. Inoltre il progetto standardizzato ha, in fase di collocamento, l'obiettivo di mostrare al lavoratore anche l'impatto dei costi, a parità di profili di investimento, al fine di confrontare la forma pensionistica con altre.

E' opportuno rappresentare altri rischi oltre a quello di investimento (ad esempio: interruzioni contributive, data di pensionamento, ecc.)? Quali?

Un modello di stima utile a una corretta pianificazione previdenziale presupporrebbe la considerazione di tutte le forme di rischio (ben descritte da Covip in apertura del documento) che concorrono a formare il rischio previdenziale.

La rappresentazione del rischio finanziario è un buon punto di partenza e, probabilmente, il solo da quantificare in questa prima fase. Considerare altre forme di rischio potrebbe rendere, al momento, meno comprensibili i risultati della stima per il lavoratore, annullando pertanto i benefici di un maggiore approfondimento. Un'avvertenza potrebbe informare che la stima tiene conto solo di un fattore di rischio, ma che i risultati potrebbero essere influenzati anche da altre variabili (interruzioni contributive, longevità, inflazione, ecc...).

Potrebbe essere utile lasciare la libertà ai fondi di introdurre nei motori on line ulteriori forme di rischio, come interruzioni o variazioni della contribuzione.

A tal proposito si richiama l'attenzione della Commissione sull'effetto congiunto che l'introduzione del rischio avrà con le nuove norme che hanno ampliato a cinque possibili età di uscita la rappresentazione delle prestazioni a termine. L'introduzione del rischio, associata a questa nuova previsione, potrebbe inficiare la leggibilità dei valori da parte del lettore, che dovrebbe consultare tre possibili scenari per cinque diverse date di pensionamento (da un unico valore della prestazione si passerebbe a quindici). Sarebbe opportuno valutare se limitare ai motori on line la possibilità di calcolare le prestazioni finali modificando l'età di uscita, tornando a un'unica età di pensionamento di base (con tre scenari di rendimento) per i progetti esemplificativi personalizzati.