



SEGRETERIA DI STATO
SANITA' E SICUREZZA SOCIALE

Prot. n. 3337 /2016

San Marino lì, 13 Gennaio 2016/1715 d.F.R.

Gent. Dott.ssa
Giovanna Crescentini
Dirigente Segreteria
Istituzionale

Gent. mo Consigliere
Elena Tonnini
Gian Matteo Zeppa

Oggetto: risposta interpellanza id 17145894 depositata in data 14 Dicembre 2015.

In risposta all'interpellanza in oggetto, forniamo le risposte pervenute tramite la Direzione Generale dell'Istituto per la Sicurezza Sociale e agli Uffici preposti sulla base di quanto segue:

1- quali siano i motivi per l'attivazione di tale incarico e per quale motivo il Comitato Esecutivo abbia stabilito che occorresse trovare forme alternative di investimento dei fondi pensione

Si deve premettere che non è il Comitato Esecutivo, ma il Consiglio per la Previdenza, coerentemente con i poteri assegnatigli dalla normativa vigente, che ha definito di attivare iniziative finalizzate all'individuazione di altre forme di investimento. I motivi alla base del mandato rientrano quindi nella volontà di allineare gli standard di gestione del fondo pensione agli standard OCSE in termini di diversificazione del rischio e di asset allocation. Prima del presente investimento il fondo è stato investito per il **90% in liquidità**, ovvero in certificati di deposito, depositi bancari e operazioni di pronti contro termine, **presso istituti di credito sammarinesi**, per circa l'8,75% in obbligazioni emesse da banche sammarinesi (35 milioni di euro in obbligazioni subordinate CARISP RSM con scadenza nel 28/12/2022 isin IT00CARISP49) e per il restante 1,25% in una obbligazione strutturata emessa da Credit Suisse (5 milioni di euro con sottostante BTP decennale e scadenza nel 21/09/2020 isin XS0552141748). Non esiste una situazione di concentrazione degli investimenti simile al mondo, come ampiamente documentato dal Consiglio per la Previdenza. Secondo numerose ricerche internazionali in materia, tra cui una recentemente pubblicata dalla rivista Institutional Investor, commissionata da AMP, il più grande fondo pensione Australiano, ma anche secondo la ricerca indipendente di Tower Watson, pubblicata recentemente sul Financial Times e sul Wall Street Journal, in media i fondi pensione nel mondo detengono una quota di liquidità del 2% degli attivi, un 40-45% investito in azionario, un 35% in obbligazionario e una sempre maggiore quota in investimenti alternativi, tra il 15% e 20%. Il Consiglio per la Previdenza ha ritenuto quindi opportuno, nell'interesse dei lavoratori e pensionati, iniziare un percorso di allineamento agli standard internazionali di maggiore diversificazione e riduzione della concentrazione dei rischi specifici. Inoltre con i tassi di liquidità a cui è investito oggi il fondo, compresi tra 1,5% e 2% ed un'inflazione attesa per il 2016 intorno all'1% (fonte BCE), il fondo ha di fatto un rendimento reale prossimo allo zero, mentre per tenere equilibrato il sistema pensionistico avrebbe bisogno di ritorni almeno del 4-5%. A titolo di esempio si può citare il fondo pensione pubblico Danese ATP, con in gestione oltre 140 miliardi di euro, che ha un target di rendimento netto annuo del 7%, e che negli ultimi 10 anni ha generato rendimenti medi netti per i propri lavoratori e pensionati del 9,7%. Senza andare lontano nel mondo, e citando modelli socialmente vicini a noi, come quelli dell'Europa del Nord, appunto, si evince come in questi paesi le gestioni pensionistiche siano estremamente attente nella ricerca di rendimenti sani ed a basso rischio attraverso la diversificazione degli investimenti. Sono casi di successo verificabili che devono essere osservati e presi a modello.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Via Scialoja, n.40 - 47893 Cailungo
info.sanita@gov.sm - www.sanita.sm

Tel. +378 (0549) 883040
Fax +378 (0549) 883044



SEGRETERIA DI STATO
SANITA' E SICUREZZA SOCIALE

2- quali siano gli obiettivi e le direttive indicate dal Consiglio di Previdenza rispetto alle possibilità di investimento dei fondi pensione, in particolare per quanto riguarda il profilo di rischio di tali investimenti

Come recita il corrente regolamento del fondo, Il Consiglio per la Previdenza, in relazione a quanto disposto dalla normativa vigente, in merito alla politica di investimento del patrimonio riferito all'attivo del fondo gestione pensioni delle categorie, previste dalla Legge 156/1990 e successive modifiche e denominato "Fondo Gestione Pensioni ISS"(FGP-ISS), in continuità e nel rispetto di quei caratteri di prudenza e attenta gestione propri delle gestioni previdenziali e costantemente posti in essere e, per quanto applicabili, con riferimento alle linee guida OCSE, attua le attività di investimento perseguendo i seguenti obiettivi:

- Effettuare le attività di investimento avendo a guida **obiettivi di reddito pensionistico**, basati su **criteri prudenziali di sicurezza, profittabilità e liquidità** e mantenendo un profilo di **basso rischio**, nell'esclusivo interesse degli assicurati del FGP-ISS;
- **Procurare al Fondo introiti a incremento del patrimonio del Fondo Pensioni per il finanziamento delle prestazioni future;**
- Fare le attività d'investimento con obiettivi chiari e di appropriata **diversificazione** anche tenendo in debita considerazione la peculiarità del sistema economico e sociale della Repubblica di San Marino.

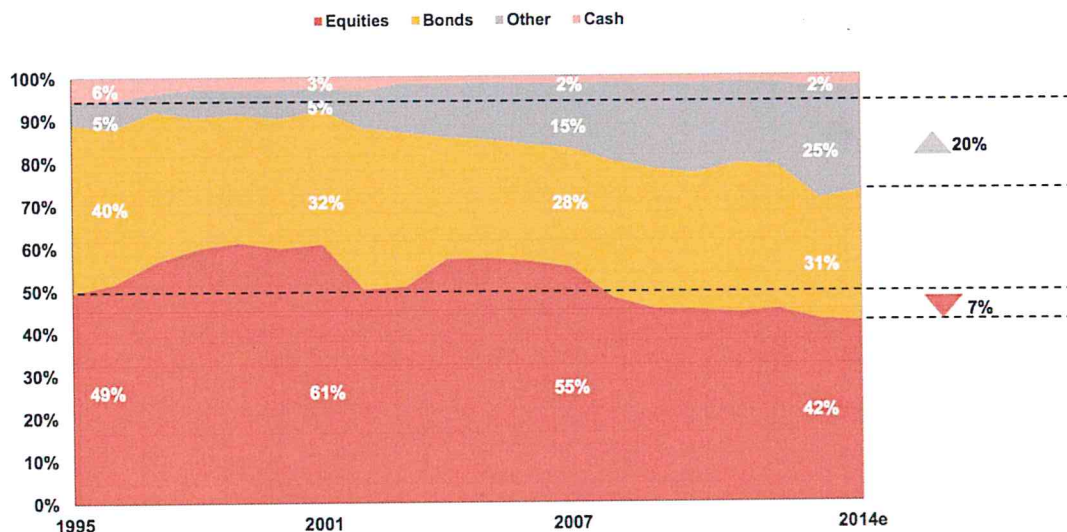
3- se ritenga che il profilo di rischio dell'investimento sia opportuno per un fondo pensione. Cosa intenda il Consiglio per rischio "calcolato" e se lo stesso ritenga di essere stato messo nelle condizioni di decidere con consapevolezza rispetto alla destinazione dell'investimento.

I fondi alternativi sono strumenti ideali per le gestioni dei fondi pensione soprattutto per le loro caratteristiche di offrire rendimenti de-correlati dall'andamento dei mercati finanziari. Prova ne è la sempre maggiore presenza nelle asset allocation dei fondi pensione internazionali, come risulta da statistiche elaborate da Tower Watson e pubblicate sul Financial Times e Wall Street Journal recentemente. Ad oggi circa un 50% dei patrimoni dei maggiori gestori alternativi al mondo deriva da investimenti di fondi pensione. Secondo la stessa ricerca circa 1.400 miliardi di dollari sono investiti dai fondi pensione globali in fondi alternativi. Come si evince dal grafico presentato qui di seguito, l'allocation ad alternativi, nei paesi più sviluppati (aggregato P7 dello studio), è andata negli ultimi 20 anni a salire dal 5% degli attivi del 1995 ad addirittura il 25% degli attivi nel 2014, a scapito soprattutto degli investimenti tradizionali in azionario ed obbligazionario. Questo dimostra come sia ormai una tipologia di investimenti ampiamente riconosciuta ed apprezzata nel mondo dei fondi pensione.



Pension asset allocation

Aggregate P7 asset allocation from 1995 to 2014



- Since 1995 bonds, equities and cash allocations have been reduced to a varying degree while allocations to other (alternative) assets have increased from 5% to 25%.
- Alternative assets in pension fund portfolios managed by the world's top 100 asset managers reached nearly \$1.4 trillion in 2013 according to Towers Watson's *Global Alternatives Survey*.

Source: Towers Watson and secondary sources

Ogni investimento, anche un deposito bancario, ha dei rischi impliciti. Quando si parla di rischi controllati si intende la superiore gestione del rischio associata ai gestori alternativi, che fanno della preservazione del capitale e minimizzazione del rischio il loro punto di forza.

La scelta dello specifico investimento è stata maturata dal Consiglio dopo una pre-selezione di decine di candidati ed una "short list" finale di 5 fondi, di cui sono poi stati scelti 3 finalisti, per un processo durato circa 6 mesi. In particolare mentre altri fondi proposti avevano rendimento e rischio simili, ma con "lock-up" anche di 5 anni, il Consiglio ha preferito un fondo che ha liquidità mensile.

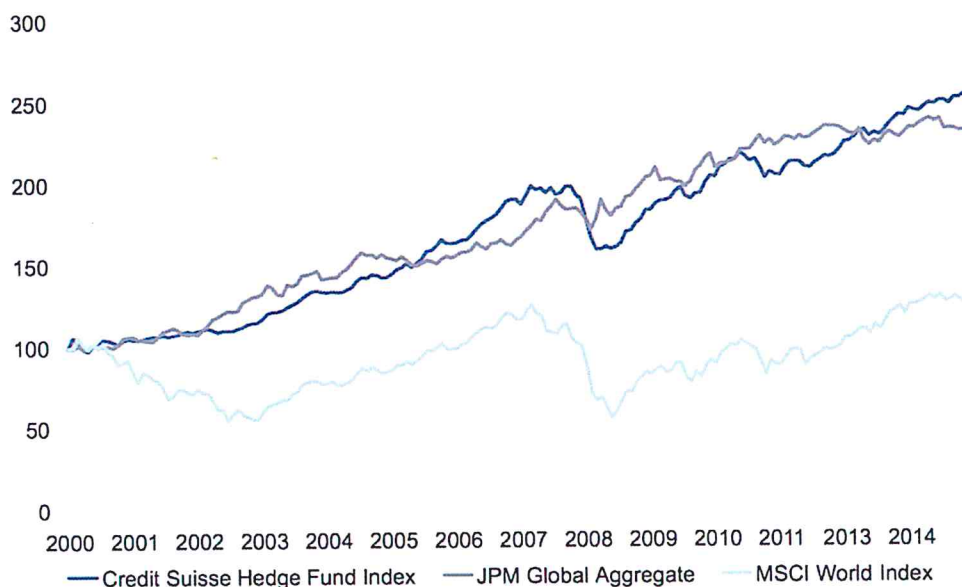
4-cosa si intenda per "forme alternative di investimento" e quali siano le opzioni considerate in tal merito

Per forme alternative di investimento sono considerati i fondi che tipicamente non seguono l'andamento di una asset class specifica, ma una strategia di investimento. Tradizionalmente sono considerati tali i fondi di private equity, le innumerevoli tipologie di fondi a ritorno assoluto, ovvero non direzionali, che quindi investono in valore relativo, arbitraggi, strategie quantitative, fondi infrastrutturali etc. E provato storicamente che i fondi alternativi riescono a garantire rendimenti maggiori, più stabili e meno rischiosi rispetto agli indici azionari o obbligazionari, come da grafico allegato, elaborato da Credit Suisse. Non a caso stanno diventando gli strumenti preferiti dalle gestioni pensionistiche, a scapito delle classi di investimento tradizionali, soprattutto l'azionario.



Returns of hedge funds, bonds and equities from 2000 to 2015

Feb 2000 to Feb 2015.



Source: Bloomberg, Credit Suisse

5- in che modo sia stata individuata la figura del Dott. Ivan Simetovic e in base a quali criteri (se sia stato fatto un bando di concorso ecc...). Se siano stati valutati altri profili o altre figure e per quale motivo;

La scelta è stata dettata dall'esigenza di individuare un **soggetto sammarinese** di alta **professionalità** e con la garanzia di **indipendenza** e **autonomia**. Il Dott. Simetovic, oltre ad essere l'unico sammarinese premiato più volte negli anni da Thompson Reuters Extel, gli Oscar della City di Londra, come migliore advisor istituzionale in Italia, ha un'esperienza specifica nella consulenza a fondi alternativi, fondi sovrani e fondi pensione, annoverando tra i propri clienti passati alcuni tra i maggiori e più prestigiosi fondi istituzionali al mondo. Il Dott. Simetovic ha lavorato per 14 anni in primarie istituzioni finanziarie, di cui gli ultimi 6 anni con il ruolo di "Director" in Mediobanca. Il Dott. Simetovic è laureato con il massimo dei voti all'Università Bocconi di Milano in Economia Politica con una tesi in econometria, avendo frequentato come visiting student un master in Finance and Economics presso la York University nel Regno Unito, un Master in Comunicazione Aziendale presso l'Università di San Marino ed un corso Executive Management presso la Harvard Business School, negli Stati Uniti.

La nomina del Dott. Simetovic è avvenuta a seguito di delibera del Congresso di Stato dello scorso 4 agosto 2015 in seguito a indicazione del Consiglio per la Previdenza che ha dato mandato al Comitato Esecutivo.

6- quali siano le imprese estere o i gestori internazionali per conto delle quali egli funge da intermediario o con cui egli conduca affari

Il Dott. Simetovic si è dimesso da Mediobanca nel 2014 per intraprendere una carriera imprenditoriale indipendente, ed è fondatore ed amministratore di un gruppo di private equity che sviluppa investimenti alimentari in Africa. Non è legato a nessuna istituzione finanziaria sammarinese o estera e **non percepisce alcuna provvigione** per gli investimenti del Fondo Pensioni ISS.



SEGRETERIA DI STATO
SANITA' E SICUREZZA SOCIALE

7- quali siano le proposte di investimento citate in delibera giunte da banche e soggetti autorizzati (se ne chiede copia). Quale sia l'analisi da parte di Banca Centrale rispetto a tali proposte (se ne chiede copia). Quale la posizione del Consiglio di Previdenza a riguardo

I fondi alternativi analizzati sono stati 27. Di questi, Consiglio per la Previdenza, ha effettuato una prima pre-selezione, col supporto del consulente, individuando 5 dei precedenti fondi per temi di investimento: un fondo "event driven", due fondi "non performing loans" e due fondi alternativi liquidi. In seguito, su richiesta di restringere la selezione a quelli meno rischiosi, la lista è stata ulteriormente ridotta a 3 fondi. Al termine di questa fase, solo uno è stato selezionato e successivamente portato in delibera sulla base dei dettagli allegati alla presente. Banca Centrale, in una recente incontro con i membri del Consiglio per la Previdenza ha condiviso la necessità di attuare un processo di diversificazione, anche se non entra in merito ai singoli investimenti la cui scelta resta di competenza dello stesso Consiglio per la Previdenza.

8- se risulti vero che una somma equivalente a euro 10 milioni di euro relativa ai fondi pensione in Banca di San Marino sia stata investita in un fondo lussemburghese non garantito;

I **10 milioni di euro** risultavano depositati in conto corrente presso Banca di San Marino in attesa di essere investiti. Tale somma rappresenta circa il **2,5% del totale degli attivi** dei fondi pensione e sulla base di quanto deliberato dal Consiglio per la Previdenza è stata investita in un fondo alternativo lussemburghese. Va specificato che ogni investimento, inclusi quelli in strumenti di liquidità, ha dei rischi e che **le garanzie assolute non esistono per nessun tipo di investimento**. Anche un deposito bancario, in caso di fallimento del depositario, per valori superiori alla quota eventualmente garantita dal fondo interbancario, non è garantito. La responsabilità di un buon padre di famiglia è quella di **diversificare i rischi** e non mettere tutte le uova in un paniere.

9- quale sia il gestore internazionale scelto, come sia stato individuato ed in base a quali criteri. Dove si trovi la sede di tale gestore, documentandone la struttura

Come spiegato in precedenza il gestore/fondo è stato selezionato partendo da temi di investimento suggeriti dal consulente, e discussi approfonditamente con il Consiglio per la Previdenza. Il fondo, scelto tra decine di candidati, si chiama **Privium Select - Kokomo Global Quant Fund**. Il gestore **Privium Fund Management**, ed il team di managers sottostante, è specializzato nella gestione di fondi alternativi avendo esperienza ultra decennale nel settore. Il gestore ha sede legale a Londra, Regno Unito, mentre il fondo ha sede legale in Lussemburgo, la prima e più regolata giurisdizione europea nel settore dei fondi di investimento (3.500 miliardi di euro in gestioni di fondi nel 2015, secondo l'associazione di categoria ALFI). Allegata la struttura del gestore e del fondo. **Il revisore del fondo è KPMG e la banca depositaria è ING Luxembourg**. La strategia del fondo, oltre ad aver generato un ritorno del 18,7% annuo negli ultimi 3 anni, è stata scelta soprattutto per la sua oculata gestione del rischio, avendo generato il più alto indice di Sharpe nell'universo di fondi selezionati, ovvero un indice di rendimento ponderato per la volatilità (ovvero per il rischio) di 3,2 un valore considerato eccezionale nell'industria finanziaria. In termini di confronto, un indice di Sharpe superiore a 1 è considerato buono, un indice di 2 è già considerato eccellente, un indice di 3 è eccezionale. Inoltre la strategia ha una correlazione prossima a zero con i principali indici azionari e obbligazionari.

10- si richiede dove siano stati investiti quei fondi, quale strumento finanziario sia stato usato ed i relativi dati, quale sia la garanzia sul capitale ed il profilo di rischio;

Come spiegato nella risposta precedente i fondi sono stati investiti nel fondo **Privium Select -Kokomo Global Quant Fund**, un fondo SICAV-SIF Lussemburghese, con **ISIN LU1240755642** e codice **Bloomberg PRKGQAE LX**, gestito da Privium Fund Management. **Il profilo di rischio è basso ed adeguato ad un fondo pensione**. La garanzia assoluta sul capitale non esiste per nessun investimento, ogni investimento presenta dei gradi di rischio ed **anche concentrare troppi fondi su depositi bancari di un unico sistema bancario presenta enormi rischi**. Il Consiglio per la Previdenza ha quindi ritenuto, in linea con le direttive OCSE e gli standard internazionali, di iniziare un processo di **diversificazione** che non si dovrebbe fermare a questo investimento, ma che andrà declinato specificatamente nei prossimi anni, nell'interesse di tutti i lavoratori e pensionati.



SEGRETERIA DI STATO
SANITA' E SICUREZZA SOCIALE

11- si richiede il track record per verificare l'affidabilità dell'investimento

Il track record usato al momento della presentazione al Consiglio per la Previdenza è allegato. Come detto in precedenza, fondi con indici di Sharpe superiori a 3 sono rarissimi. L'indice di Sharpe misura il rendimento rispetto al rischio ed è una misura importante nel valutare i fondi. Inoltre essendo il fondo in questione **un fondo quantitativo**, è possibile testare statisticamente le regole di investimento sottostanti anche su decenni precedenti attraverso la procedura di "back testing", cosa non possibile per i fondi gestiti discrezionalmente. Anche in questo caso, i rendimenti ponderati per il rischio "back tested" oltre che quelli reali si sono dimostrati eccellenti.

12- dove fossero investiti prima quei 10 milioni di euro, con storico del rendimento

Prima dell'investimento in questione, circa 22,5 milioni di euro, frutto delle cedole ed interessi degli investimenti degli ultimi 2 esercizi, risultavano depositati su conti correnti presso le banche sammarinesi in attesa che il Consiglio per la Previdenza potesse prendere in esame altre opportunità di investimento. I 10 milioni di euro oggetto dell'interpellanza erano depositati su un conto corrente presso Banca di San Marino con rendimento che viene aggiornato in occasione di ogni asta per i fondi pensione ISS prendendo a riferimento il tasso di dei CD a sei mesi - 0,20.

13- se vi sia l'intenzione di investire ulteriori somme in altri prodotti della stessa natura o comunque se intenda valutare ulteriori "forme alternative di investimento"

Con l'investimento effettuato (in aggiunta all'obbligazione Credit Suisse per 5 milioni di euro), oggi solo un 3,75% dei fondi pensione è stato realmente diversificato mentre della parte restante circa un 90% del fondo rimane invece investito in liquidità, con una concentrazione eccessiva ed un rendimento reale, al netto dell'inflazione attesa, prossimo allo zero. Nell'interesse dei lavoratori e dei pensionati sarebbe quindi opportuno continuare il processo di diversificazione dei rischi secondo le raccomandazioni OCSE e in linea con le migliori pratiche internazionali. Come documentato in precedenza, nessun fondo pensione al mondo presenta una situazione di concentrazione simile. È nell'interesse di tutti, lavoratori e pensionati, che i rischi vengano diversificati ed i rendimenti aumentati prudenzialmente. Il Consiglio per la Previdenza, continuerà quindi a valutare il processo di diversificazione, come già sta facendo, attraverso un nuovo regolamento ed una asset allocation più varia di quella attuale che includa, oltre agli strumenti di investimento di liquidità, anche investimenti alternativi ed obbligazionari, evitando invece gli investimenti azionari, ritenuti per il momento troppo rischiosi. Tale processo dovrebbe comunque avvenire gradualmente e senza stravolgere l'assetto attuale. La bozza di nuovo regolamento è già stata inoltrata all'attenzione di Banca Centrale.

Nel graduale processo di diversificazione anche tutti gli istituti bancari sammarinesi sono stati coinvolti mediante l'invito a presentare al Consiglio per la Previdenza, nel corso di incontri tenutisi nel mese di novembre 2015, una serie di proposte che, nel rispetto delle scelte di asset allocation, saranno analizzate e valutate nel corso dei prossimi mesi.

14- se il Congresso di Stato pensi che valga la pena aumentare il rischio dell'investimento dei fondi pensione pur di guadagnare un po' di più, o al contrario creda che prima di tutto occorra avere garanzie sul sostentamento dei lavoratori una volta terminata l'età lavorativa

Come già spiegato, le scelte attuate vanno nella direzione di diversificare i rischi e nel contempo aumentare prudentemente i rendimenti del fondo, con l'obiettivo di mantenere il più possibile in equilibrio il sistema pensionistico del Paese. Aumentare prudenzialmente i rendimenti del Fondo Pensione intorno al 4-5% permetterebbe di evitare futuri aumenti degli oneri contributivi al sistema, nell'interesse degli stessi lavoratori e pensionati. Il Consiglio per la Previdenza, dopo un confronto con Banca Centrale, ritiene questa visione fondamentale nell'elaborazione del nuovo regolamento e nella definizione di una asset allocation che tenga conto di tutti questi fattori.

15-Se il Congresso di Stato ritenga opportuno che un intervento di tale natura venga svolto in segretezza, senza ampia discussione con i diretti interessati, e senza discussioni in Consiglio

Il Consiglio per la Previdenza rappresenta già tutte le parti sociali, ed è composto da 12 membri rappresentativi sia delle parti politiche (maggioranza e minoranza) e dei datori di lavoro che, soprattutto, dei lavoratori e dei pensionati. E' in tale sede che si svolge il dibattito sulle tematiche degli investimenti

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Via Scialoja, n.40 - 47893 Cailungo
info.sanita@gov.sm - www.sanita.sm

Tel. +378 (0549) 883040
Fax +378 (0549) 883044



SEGRETERIA DI STATO
SANITA' E SICUREZZA SOCIALE

dei fondi pensioni e che si prendono le decisioni conseguenti. Nella definizione del regolamento adottato, come anche in precedenza, per il Consiglio per la Previdenza è rilevante anche il parere richiesto a Banca Centrale.

Cordiali saluti.


Francesco Mussoni
Segretario di Stato