

**SOLVENCY 2**

# Gli investimenti immobiliari delle compagnie

L'impatto della normativa europea su politiche e strumenti di investimento è da verificare. Ma è indispensabile la trasparenza su valori e potenziali conflitti di interessi.

di **CLAUDIO CACCIAMANI**



**Claudio Cacciamani**, autore di questa rubrica, è professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari all'Università degli studi di Parma.

**G**li investimenti immobiliari caratterizzano le assicurazioni quale elemento di diversificazione dell'attivo e di stabilizzazione del reddito. Ma dalla metà degli anni Novanta la crescita dei rendimenti finanziari rispetto a quelli immobiliari e la ricerca di profitti di breve termine inducono le stesse a cambiare *asset allocation*: riduzione di immobili e aumento di attività finanziarie, anche sull'onda di quella della bolla finanziaria. Il vantaggio di tale *remix* di investimenti per i bilanci delle compagnie è duplice: plusvalenze dalla vendita di immobili ancora iscritti in bilancio a valore storico da un lato, investimento in attività che nel breve termine incorporano un rendimento migliore di quello immobiliare, dall'altro. Il terzo beneficio, non pubblico, ma privato, non concerne le compagnie di assicurazione, ma i loro manager, che lucrano interessanti bonus e stock options in cambio di benefici effimeri per gli azionisti. Finita la bolla internet e all'indomani della crisi del 2001 si assiste alla progressiva riduzione dei tassi di interesse. Ciò spinge alla congiunturale riscoperta degli immobili come classe di investimento. Il momento per acquistarli non è dei migliori, dato che dalla prima metà degli anni 2000 gli immobili incorporano altissime va-

lorizzazioni, spesso frutto di un'attualizzazione dei flussi reddituali a tassi che hanno come riferimento un costo del denaro su minimi storici. E le politiche di investimento sono società immobiliari, quote di fondi immobiliari, fondi immobiliari

riservati e Sgr immobiliari captive. Di fatto, dal periodo in questione le politiche di investimento non sempre sono trasparenti. Esse risultano spesso rispondenti a direttive che esulano dalla sana e prudente gestione, in quanto ispirate, anche indirettamente, dal soggetto economico di riferimento.

**I conflitti di interesse sono magari elusi o non adeguatamente portati all'attenzione degli azionisti** di minoranza e degli assicurati. Da parte loro, le valutazioni non sempre dimostrano risultati sostenibili nel medio termine e, soprattutto, non appaiono del tutto e assolutamente indipendenti.

Il crash finanziario del 2008 comporta un ridimensionamento del valore degli immobili e, d'altro canto, una dilazione nello sviluppo delle operazioni o nella liquidazione dei valori. In questo quadro, dopo essere state chiamate a sostenere varie iniziative su input del soggetto economico o dei gruppi bancari

di riferimento, svariate compagnie non possono ritirarsi dall'investimento intrapreso, pena la perdita totale del capitale investito. Ne soffrono la liquidità e il rendimento a scadenza dell'investimento. A prescindere dal periodo storico, a livello normativo e regolamentare permane sempre l'input a investire in immobili, purché in un'ottica di diversificazione e nel rispetto della sana gestione. In questo, le compagnie sono invitate a svolgere un ruolo anticiclico nel sostenimento di progetti di sviluppo immobiliare. Per il futuro, invece, è ancora da verificare l'impatto di Solvency 2 sulle politiche di investimento immobiliare e, soprattutto, sui diversi strumenti utilizzati per effettuarli.

La trasparenza deve essere oggetto di improcrastinabile attenzione sui valori e sui potenziali conflitti di interesse. Si pensi alle partecipazioni in società immobiliari possedute direttamente. Queste possono adottare politiche e tecniche di indebitamento «opache» per il pubblico in merito all'effettiva leva finanziaria adottata. D'altro canto, l'investimento in immobili tramite acquisto di quote di fondi immobiliari potrebbe incorporare potenziali, ma notevoli, conflitti di interesse. È il caso di Sgr immobiliari controllate direttamente o indirettamente, oppure riconducibili a soggetti legati a quello di controllo della compagnia. In questo quadro, si avrebbero tre livelli di opacità: dal consiglio di amministrazione della compagnia a quello della

Sgr; da quest'ultimo ai quotisti del fondo; da questi agli assicurati, nel momento in cui fosse la stessa compagnia ad acquistare parte delle quote o a immetterle in propri prodotti assicurativi. In merito, la recente normativa sui doppi incarichi nella governance di banche e compagnie di assicurazione, in discussione nelle aule parlamentari, risolve evidentemente solo alcuni, ma non tutti i problemi accennati.

**Per il futuro, pena il rischio di comportamenti elusivi**, si pone la necessità di un più efficace coordinamento tra autorità di vigilanza, Banca d'Italia per le Sgr, Isvap per le compagnie che investano in immobili anche mediante quote di fondi immobiliari o partecipino al capitale di Sgr immobiliari, Consob con riferimento agli azionisti delle compagnie quotate e ai fondi immobiliari che dovessero successivamente essere quotati. La trasparenza sarà essenziale, anche nelle valutazioni degli asset immobiliari. Solo la comprovata indipendenza dei valutatori a tutti i livelli può ritenersi unica garanzia per i terzi. I rimedi hanno due estremi: «blando», cioè imposizione di nuovi e più efficaci *chinese walls* tra intermediari finanziari, operatori e compagnie di assicurazione; «rigoroso», cioè obbligo per queste ultime di investire in società immobiliari terze o di scegliere fondi immobiliari promossi da Sgr indipendenti da esse e dal loro azionariato, anche indiretto, di riferimento. ■