

## Industria alternativa alla prova

**Mentre Solvency II potrebbe penalizzare gli investimenti hedge, sono attese modifiche sulla Direttiva di secondo livello dell'Aifm**



### ISTITUZIONALI

Cassa Forense: spazio a fondi di private equity, alle gestioni absolute return e alle commodity **[10]**

### UCITS

Indagine sulle 172 banche e le 36 Sim che collocano in Italia i prodotti di 69 case d'investimento **[19]**

### HEDGE FUND

Ucits alternativi, fondi sulle commodity e hedge fund, i più raccomandati dalle Sim di consulenza **[29]**

### DOSSIER

I managed account sempre più protagonisti del mercato grazie a sicurezza, liquidità e trasparenza **[49]**

# Gli investimenti immobiliari degli intermediari previdenziali all'esame dell'efficienza

Focus sulla possibilità di ottenere *cash flow* regolari e stabili, correlazione contenuta con i mercati finanziari e protezione nei riguardi dell'inflazione

di Claudio Cacciamani

## L'esperto

Claudio Cacciamani è Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Parma, dove insegna Investment Banking e Real Estate Finance ed Economia delle aziende di assicurazione e Risk Management. Svolge attività di ricerca e consulenza su temi di economia e finanza immobiliare e assicurativo-previdenziali. È vicepresidente del Comitato di Indirizzo della Borsa Immobiliare di Parma e membro del Comitato di Investimento ed Esperto Indipendente di Fondi Immobiliari, consigliere indipendente di Sgr immobiliari e membro del Collegio dei Revisori di vari Fondi Pensione.

La previdenza sociale rappresenta un settore da sempre oggetto di numerosi interventi normativi. I fondi pensione, gli enti e le casse di previdenza costituiscono lo strumento primario mediante il quale si rende possibile esplicare l'azione di sostegno e integrazione del regime pubblico retributivo, rivelatosi insufficiente e inadeguato in relazione alle peculiarità del contesto odierno.

In questo ambito, gli asset immobiliari assumono una rilevanza crescente, in relazione al rendimento e ai benefici che possono apportare ai più complessivi equilibri degli intermediari pensionistici e previdenziali.

Infatti, al fine di perseguire il fine previdenziale e gli interessi degli iscritti, tali intermediari devono porsi obiettivi di:

- diversificazione degli investimenti;
- efficiente gestione del portafoglio;
- diversificazione dei rischi, compreso quello di controparte;
- contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo;
- massimizzazione dei rendimenti netti.

La gestione finanziaria degli enti previdenziali consiste, sinteticamente, nell'investimento sul mercato finanziario dei versamenti, cioè dei contributi, dei risparmiatori, e nella conseguente accumulazione dei capitali. Il valore delle attività, calcolato come montante dei contributi versati, è caratterizzato da prevedibilità e stabilità. In relazione a quanto sopra, emerge come siano molte le variabili che condizionano le decisioni d'investimento di ciascun fondo (regime e modello gestionale, comparti, ecc.), ma denominatore comune è la generale propensione alla detenzione degli asset nel medio/lungo termine. In tale quadro, concentrando l'attenzione sulla componente immobiliare di investimento, si rileva che questa, pur rappresentando una quota spesso apprezzabile del totale delle attività detenute direttamente dai fondi pensione preesistenti, risulta ancora caratterizzata da un elevato grado di concentrazione presso pochi intermediari pensionistici e previdenziali.

Al contrario, **l'interesse nei confronti degli investimenti immobiliari dovrebbe essere incentivato, oltre che dalla possibilità di effettuare un'efficiente ed efficace diversificazione del portafoglio, anche da una serie di indiscutibili vantaggi** quali:

- la possibilità di ottenere *cash flow* regolari e dotati di un elevato grado di stabilità;
- la bassa o negativa correlazione con i rendimenti delle attività finanziarie;
- la tendenziale protezione offerta nei riguardi dell'inflazione.

Tali caratteristiche distintive contribuiscono a rendere gli investimenti immobiliari una valida alternativa rispetto agli strumenti mobiliari, anche in considerazione delle gravi turbolenze che, negli ultimi anni, hanno accompagnato i mercati finanziari in tutti i principali Paesi economicamente avanzati.

In concreto, la gestione di tale asset può essere diretta o indiretta, tramite società immobiliari o quote di fondi immobiliari.

Da evidenziare come, sia per motivazioni regolamentari sia per maggiori vantaggi di *governance* e fiscali, vi sia un crescente orientamento alla detenzione indiretta, tramite quote di fondi immobiliari, degli investimenti immobiliari da parte degli intermediari pensionistici e previdenziali. Quest'ultimo strumento permette una maggiore tutela dell'investimento, dato che la società di gestione del risparmio promotrice del fondo immobiliare è soggetto vigilato dalla Banca d'Italia, e consente una visibilità, seppure mediata, sugli investimenti immobiliari effettuati. Al riguardo, risultano essenziali la redazione di un regolamento del fondo immobiliare che possa contemperare le esigenze dell'investitore previdenziale con quelle di giusta alterità della società di gestione del risparmio e una *governance* che possa fornire indirizzi strategici e non tanto operativi alla gestione del fondo immobiliare.

**L'investimento immobiliare tramite il fondo immobiliare permette di ridurre i limiti, spesso difficili da eliminare,**

**che rendono la gestione di questo tipo di investimento più articolata rispetto a quella relativa agli strumenti di finanza mobiliare.** A tale proposito, oltre al problema della taglia degli investimenti, occorre sottolineare quelli:

- della frammentazione geografica del mercato (in quanto alcune tipologie di immobili sono fortemente concentrate in specifiche aree geografiche);
- della bassa qualità dei beni (relativamente allo *stock* immobiliare italiano, caratterizzato da un'elevata anzianità media);
- della scarsa trasparenza dei costi gestionali (a causa della mancanza di parametri di *benchmark* riconosciuti dal mercato);
- degli alti costi di manutenzione ritenuti necessari per la gestione di tale tipo di investimenti.

Per i fondi pensione e gli intermediari previdenziali, in genere, è possibile affermare che i vantaggi dell'investimento immobiliare effettuato mediante un fondo immobiliare, esposti in precedenza, prevalgono largamente sugli svantaggi, principalmente individuabili in:

- minore liquidabilità rispetto agli investimenti mobiliari, che comporta contenute opportunità di rotazione del portafoglio, a causa dell'assenza di un vero e proprio mercato secondario;
- conseguente presenza di asimmetrie informative, che rendono ardua la determinazione del reale valore dell'investimento, sia dal punto di vista tecnico (mancanza di competenze), sia per quanto riguarda l'attività di reperimento delle informazioni stesse;
- necessità di contabilizzare gli investimenti immobiliari a valori di mercato, attualmente prevista dalle disposizioni di bilancio per i fondi pensione di nuova istituzione (negoziali e aperti), che comporta notevoli sforzi aggiuntivi nella redazione dello stato patrimoniale e delle attività incluse nello stesso.

Tuttavia, i sopraindicati elementi negativi possono essere agevolmente arginati e attenuati in considerazione della prospettiva, tipicamente di lungo periodo, che caratterizza il risparmio previdenziale, nella misura in cui viene destinata all'investimento immobiliare una quota del portafoglio più o meno ampia, prevedendone il mantenimento per un esteso orizzonte temporale. In questo modo, si elidono primariamente le problematiche relative agli eventuali lunghi periodi richiesti dalle procedure di dismissione degli immobili. Infatti, il fondo immobiliare viene a disporre di spazi temporali suffi-

cienti a identificare controparti disposte a contrattare la compravendita dei beni in esame, nonostante non sia questa la finalità immediata perseguita dai fondi pensione mediante la detenzione di immobili. Più rilevante, in questo ambito, è la tematica relativa agli elevati valori unitari dei beni reali. Questi ostacolano un'efficace diversificazione del rischio di portafoglio, a causa dell'indisponibilità di asset di taglia adeguata all'obiettivo della diversificazione stessa, all'interno di una medesima classe di investimento. In merito, frequenti operazioni di acquisto e vendita di tale tipologia di immobili non è da considerarsi conveniente, a causa degli elevati costi di transazione, quali imposte, commissioni, obblighi notarili e spese per adempimenti pubblicitari. In ogni caso, per un intermediario pensionistico e previdenziale sarebbe possibile realizzare un fondo immobiliare che non investa solo in immobili, ma anche in quote di altri fondi immobiliari. Ciò non solo aumenta la liquidità dello strumento, ma ne costituisce un'ulteriore e sicura base di diversificazione e frazionamento degli investimenti.

Nonostante gli svariati aspetti negativi individuati, **l'allocazione immobiliare rimane un'asset class che gli investitori pensionistici e previdenziali dovrebbero valutare e ponderare con maggiore attenzione e considerazione**, a fronte degli evidenti vantaggi offerti da tale tipologia d'investimento nella diversificazione del portafoglio d'investimenti.

Il settore dei fondi immobiliari ha avviato il proprio percorso evolutivo verso gli intermediari previdenziali e pensionistici solo in tempi recenti. In particolare, si sta maturando un grado di sviluppo tale da consentire a questi strumenti di rappresentare uno strumento solido nel quale fare confluire le risorse destinate agli investimenti in beni reali. Per tali motivazioni, i fondi immobiliari palesano notevoli prospettive di crescita, sia per le innovazioni regolamentari, che hanno introdotto maggiori opportunità operative per i soggetti pensionistici e previdenziali, sia per l'ingresso dell'operatore pubblico, il quale ha previsto l'utilizzo di questo strumento per la dismissione di proprietà immobiliari dello Stato. In questo gli intermediari pensionistici e previdenziali potrebbero sia rappresentare un soggetto in grado di dare nuova energia al comparto immobiliare, sia effettuare investimenti che per rendimento e rischio risultino altamente coerenti con le finalità istituzionali perseguite a favore degli iscritti.