

Introduzione

di Claudio Cacciamani

Il sistema previdenziale, sia obbligatorio sia compensativo e integrativo, è oggetto di profondo mutamento. I cambiamenti demografici e le aspettative di conservazione del reddito da parte dei lavoratori devono tenere conto, da un lato, delle più generali prospettive macroeconomiche e finanziarie, dall'altro, delle tipologie di investimento che in concreto è possibile effettuare da parte dei soggetti gestori. È altresì noto come il pilastro pubblico, da solo, non sia più in grado di sostenere l'onere del sistema previdenziale, rendendosi necessario ricorrere a sistemi e soggetti integrativi. Peraltro, la questione riguarda tutti i principali Paesi industrializzati e inizia a toccare da vicino anche quelli in via di industrializzazione.

In questo ambito, per i gestori si pongono rilevanti problemi in tema di asset allocation e, conseguentemente, di rendimenti che possono essere tratti dagli investimenti effettuati. Ciò deve tenere conto in modo rilevante sia dei vincoli finanziari di breve e medio termine, sia delle prospettive di solvibilità di lungo periodo. Per gli operatori del settore gli investimenti immobiliari hanno spesso contribuito al conseguimento congiunto di tali scopi. Infatti, essi sono in grado di stabilizzare i redditi e i flussi di cassa, di diversificare efficacemente gli investimenti effettuati e di proteggere in modo adeguato dall'inflazione.

Sulle problematiche delineate, la ricerca si pone l'obiettivo di analizzare organicamente le problematiche degli investimenti immobiliari dei fondi pensione e delle casse di previdenza, esponendo in modo critico non solo le modalità di effettuazione, ma anche i problemi e i vincoli sottostanti a esse e le soluzioni che possono essere utilizzate operativamente. Gli approfondimenti svolti tengono continuamente conto, ove possibile, sia di confronti a livello nazionale, sia di riferimenti al più ampio contesto internazionale.

Il lavoro si apre con un'analisi di scenario del sistema finanziario italiano, inquadrando i fondi pensione e le casse di previdenza quali investitori di rilievo all'interno di esso. Questi soggetti non risultano ancora estremamente sviluppati, nonostante gli sforzi compiuti dai policy makers negli ultimi anni. In un confronto comparato, restano modesti sia il livello di copertura della popola-

zione attiva, sia la consistenza delle masse complessivamente gestite dagli investitori istituzionali non speculativi.

Di seguito si esamina la normativa inerente all'attività di investimento dei fondi pensione e delle casse di previdenza. Il quadro risulta complesso e destinato a mutare nel breve periodo. Mentre i fondi pensione sono sottoposti a svariati vincoli che limitano la loro attività di investimento, le casse di previdenza si attengono a una normativa e a regolamenti da sempre piuttosto permissivi in materia di investimenti. Per questi soggetti, peraltro, non si prospettano riforme nel breve termine. In merito, un elemento da monitorare con attenzione in un futuro prossimo è l'evoluzione del contesto normativo europeo. L'avvio di un mercato continentale della previdenza complementare e i nuovi criteri operativi contenuti nella direttiva europea enfatizzano l'importanza della flessibilità operativa e del controllo da parte dei fondi pensione. Ne derivano nuove possibilità di investimento, come quelle immobiliari, le quali non possono essere disgiunte da una comunicazione più incisiva nei confronti del pubblico.

Il lavoro procede con un'analisi degli investimenti e dell'asset allocation dei fondi pensione in Italia. Da essa emerge come le scelte di investimento operate dai fondi pensioni analizzati nel campione rispecchino in buona parte i dati forniti da Covip relativamente all'intero settore dei fondi preesistenti autonomi. Tuttavia, va rilevato come le masse siano comunque crescenti e come, all'interno di esse, siano prevalenti i titoli di debito, in particolare di Stato. Aumenta anche la quota di strumenti rappresentativi di capitale. A sua volta, la componente immobiliare conserva, comunque, una dimensione piuttosto rilevante all'interno del portafoglio dei fondi considerati. Tra le tipologie di investimento, quella prevalente è sicuramente rappresentata dall'investimento diretto. In questo ambito, gli investimenti diretti immobiliari mostrano una tendenza decrescente. Tuttavia, le indagini compiute mostrano come esista ancora uno spazio futuro riservabile al real estate all'interno dei fondi pensione. Tali possibilità di sviluppo vanno considerate soprattutto in ottica di diversificazione delle attività investite stesse.

Passando alle casse di previdenza, l'elemento immobiliare mostra una progressiva riduzione della sua incidenza all'interno degli investimenti nel tempo. In ogni caso, esso svolge un ruolo chiave in termini di rendimento e di diversificazione, soprattutto nel momento in cui si possano effettuare investimenti di pregio con locatari di sicura affidabilità.

La parte centrale della ricerca tratta il ruolo degli intermediari specializzati nella proposta di strumenti finanziari a contenuto immobiliare, soprattutto per il contributo che possono dare a una gestione professionale degli investimenti in immobili. Il ricorso ai fondi immobiliari si può inserire correttamente in una logica di massimizzazione del rendimento con una contestuale minimizzazione del rischio, avendo, peraltro, corretta attenzione al profilo di liquidità dell'investimento.

Infine, si considera l'evidenza empirica in tema di investimenti immobiliari di casse di previdenza, analizzando il particolare profilo del rischio degli attivi, sia singolarmente sia in un'ottica di portafoglio.

Gli argomenti trattati nel lavoro hanno richiesto un forte coordinamento tra gli Autori, di estrazione, da un lato, universitaria, dall'altro, manageriale e professionale. Esso riunisce le competenze in campo sia assicurativo e previdenziale sia immobiliare che si sono formate negli ultimi anni all'interno della Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Parma.

La ricerca non sarebbe stata possibile senza il ruolo promotore di First Atlantic Real Estate SGR. All'Amministratore Delegato, Daniel Buaron, e al Direttore Generale, Federico Musso, va la più viva gratitudine non solo per avere promosso l'iniziativa, ma anche, soprattutto, per avere creduto nelle attività di formazione e di ricerca in campo immobiliare svolte nell'ambito della Facoltà e del Dipartimento di Economia dell'Università di Parma.

Gli Autori hanno lavorato in unità di intenti, con frequenti confronti critici delle rispettive idee e competenze tra loro, con il Curatore e con l'Istituzione promotrice. A loro va un sentito ringraziamento per l'impegno dedicato e il risultato conseguito. Esso è da considerare un primo passo verso uno studio sistematico e interdisciplinare delle problematiche immobiliari in Italia.

L'auspicio finale è che i lettori e gli operatori possano trovare nel testo elementi di riflessione sull'attività attuale e spunti strategici per quella futura. I loro commenti e le loro osservazioni, comunque si auspica sempre benevoli, non potranno che arricchire il gruppo di lavoro per futuri sviluppi del filone di ricerca.