

Caso studio: La crescente pertinenza degli Investimenti in fondi immobiliari per le strategie (i) alternative di investimento e (ii) i portafogli multi asset class

Sintesi

Quanto segue è un estratto del paper sulle [Caratteristiche degli immobili non quotati nel portafoglio di investimento Estratto](#) il quale esplora in modo approfondito l'importante ruolo degli immobili nel portafoglio degli investitori istituzionali. La ricerca esamina i vantaggi dell'investimento in immobili in un contesto multi-asset, esplora le diverse vie disponibili per accedere alle asset class, le loro caratteristiche di investimento e il loro ruolo nella costruzione del portafoglio immobiliare per settore geografico e per tipo di investimento, concentrandosi sui veicoli non quotati. Il paper, inoltre, esamina le questioni sempre attuali dei canali immobiliari e le tendenze attuali che modellano il settore.

Il settore immobiliare ha una posizione importante nel portafoglio degli investitori istituzionali. Le allocazioni strategiche nel settore immobiliare possono essere giustificate da diversi fattori: vantaggi di diversificazione all'interno di un portafoglio multi-asset, interessante profilo rischio-rendimento, forte componente di reddito e protezione dall'inflazione.

La nostra analisi dimostra che gli immobili non quotati sono un eccellente fattore nel mercato diretto, un eccellente diversificatore

per i grandi portafogli obbligazionari e un migliore diversificatore del rischio azionario rispetto ad altre classi di attività alternative e all'immobiliare quotato. L'analisi, inoltre, mostra una performance corretta contro il rischio relativamente buona, con una bassa volatilità e un income return solido e costante, oltre a offrire, agli investitori di lungo termine protezione dall'inflazione.

Esaminiamo vari percorsi di accesso al mercato immobiliare e alla formazione di portafogli immobiliari su diverse scale: dimensione, geografia, settore e tipo di investimento. Il settore immobiliare diretto richiede un'ampia piattaforma interna e un considerevole investimento di capitale volto a ottenere la diversificazione. Il mercato indiretto rappresenta un modo pratico per ottenere esposizione all'asset class, soprattutto per gli investitori di piccole e medie dimensioni. La diversificazione potrebbe essere ottenuta investendo in veicoli indiretti, sia multi-paese sia multi-settore, maggiormente rappresentati nell'universo non quotato. I veicoli a singolo paese/settore sono un altro modo per diversificare un portafoglio esistente scegliendo paesi e/o settori all'interno dei paesi verso i quali è necessaria un'ulteriore esposizione. La maggior parte degli investitori che si rivolgono al settore immobiliare europeo utilizza veicoli

non quotati per accedere almeno a una parte della loro allocazione.

Il settore non quotato ha goduto di una crescita significativa per valore patrimoniale netto (NAV) e numero di veicoli nell'ultimo decennio. La sua offerta di prodotti è diventata più diversificata in termini di copertura geografica e settori - con settori non tradizionali che attirano più capitali - e tipi di investimento, con fondi azionari aperti, diversificatori netti (ODCE) e fondi azionari specializzati, nonché fondi di debito che stanno guadagnando terreno. Come corollario, il settore è anche diventato più maturo soprattutto, ma non esclusivamente, in termini di liquidità, trasparenza e governance.

Molti investitori istituzionali sono al di sotto dei loro target¹, in termini di allocazioni immobiliari. Dovremmo aspettarci un aumento delle allocazioni sia effettive che nei target nel settore immobiliare, e in particolare nei veicoli non quotati, date le loro interessanti caratteristiche di investimento e il contesto di bassi rendimenti obbligazionari reali. Allocazioni immobiliari future più elevate insieme a una maggiore attenzione agli immobili operativi, all'ESG e all'impatto degli investimenti, dovrebbero ampliare ulteriormente le opportunità per gli investitori in veicoli immobiliari non quotati.

¹ INREV Indagine 2021 sulle intenzioni di investimento

Perché investire in veicoli immobiliari non quotati?

Performance e diversificazione in un portafoglio multi-asset

I vantaggi della diversificazione all'interno di un portafoglio multi-asset sono il motivo più importante per cui gli investitori investono in questa asset class². Gli immobili quotati vengono spesso utilizzati nei portafogli come fattori di miglioramento del rendimento e/o per le sue proprietà di liquidità all'interno di un'allocazione immobiliare, mentre

l'immobiliare privato è più visto per le sue proprietà diversificate all'interno di un'allocazione multi-asset.

Dati dal mercato statunitense provano³ che gli investitori a medio e lungo termine dovrebbero destinare dal 10 al 20% del loro portafoglio agli immobili diretti e che i fondi a destinazione aperta sono dei buoni sostituti degli investimenti diretti. Per questo motivo, gli investitori a breve termine dovrebbero acquisire la propria esposizione immobiliare attraverso fondi a destinazione aperta per

evitare gli elevati costi di transazione degli investimenti immobiliari diretti. I REIT, invece, sono considerati dei sostituti inefficaci degli investimenti diretti, anche sul lungo periodo, e il loro peso nel portafoglio immobiliare diminuisce sensibilmente se si considerano anche i fondi a destinazione aperta abbinati agli immobili diretti. L'inclusione di altri investimenti alternativi in un portafoglio, inoltre, non ha un impatto significativo sulle allocazioni nel settore immobiliare.

Tabella 1. Correlazione tra i rendimenti annuali 2001-2019

	Titoli obbligazionari	Azioni	Titoli privati	Fondi speculativi	Titoli quotati	Titoli non quotati	Diretti
Titoli obbligazionari	1.00						
Azioni	-0.24	1.00					
Titoli privati	-0.24	0.95	1.00				
Fondi speculativi	-0.22	0.74	0.73	1.00			
Titoli quotati	0.01	0.77	0.82	0.73	1.00		
Titoli non quotati	-0.28	0.39	0.44	0.50	0.59	1.00	
Diretti	-0.35	0.43	0.46	0.46	0.55	0.96	1.00

Fonte: INREV, MSCI, Bloomberg

² Sondaggio sulle intenzioni di investimento dell'ANREV/ INREV/ NCREIF 2020

³ Delfim, J.-C., & Hoesli, M. E. R. (2019). Immobili in portafogli misti per diversi orizzonti di investimento. *Giornale di gestione del portafoglio*, 45, 141-158

I dati di cui sopra e le tabelle di correlazione forniscono ulteriori prove sui vantaggi del settore immobiliare⁴ e in particolare dei veicoli non quotati e dei vantaggi della diversificazione in un portafoglio multi-asset. Essi dimostrano che:

- I beni immobiliari non quotati mostrano una performance corretta relativamente buona contro il rischio e una volatilità inferiore rispetto alla maggior parte degli altri tipi di attività, a parte le obbligazioni e gli immobili diretti
- Sono un ottimo sostituto del mercato diretto
- Il loro legame con i beni immobiliari quotati diventa più stretto per gli investimenti a più lungo termine
- I beni immobiliari non quotati consentono una migliore diversificazione del rischio azionario rispetto ai beni immobiliari quotati o ai fondi di private equity e hedge fund
- È un eccellente diversificatore per grandi portafogli. Questa è una scoperta importante per gli investitori istituzionali in veicoli non quotati, come fondi pensioni e compagnie assicurative, che hanno un'elevata disponibilità di obbligazioni con cui far fronte alle loro passività

Tabella 2. Correlazione tra i rendimenti annuali 2010-2019

	Titoli obbligazionari	Azioni	Titoli privati	Fondi speculativi	Titoli quotati	Titoli non quotati	Diretti
Titoli obbligazionari	1.00						
Azioni	0.29	1.00					
Titoli privati	0.12	0.90	1.00				
Fondi speculativi	-0.02	0.89	0.96	1.00			
Titoli quotati	0.57	0.82	0.78	0.71	1.00		
Titoli non quotati	-0.42	-0.24	-0.07	-0.12	-0.08	1.00	
Diretti	-0.29	-0.23	-0.08	-0.12	0.02	0.96	1.00

Fonte: INREV, MSCI, Bloomberg

⁴ L'analisi degli indici immobiliari di private equity «desmoothed», correggendo per correlazione seriale/volatilità artificialmente bassa a causa del livellamento della valutazione, ha prodotto risultati simili

Rendimento interessante e stabile

L'attrattivo profilo reddituale degli immobili è il secondo motivo più importante per cui gli investitori istituzionali preferiscono questo tipo di asset⁵.

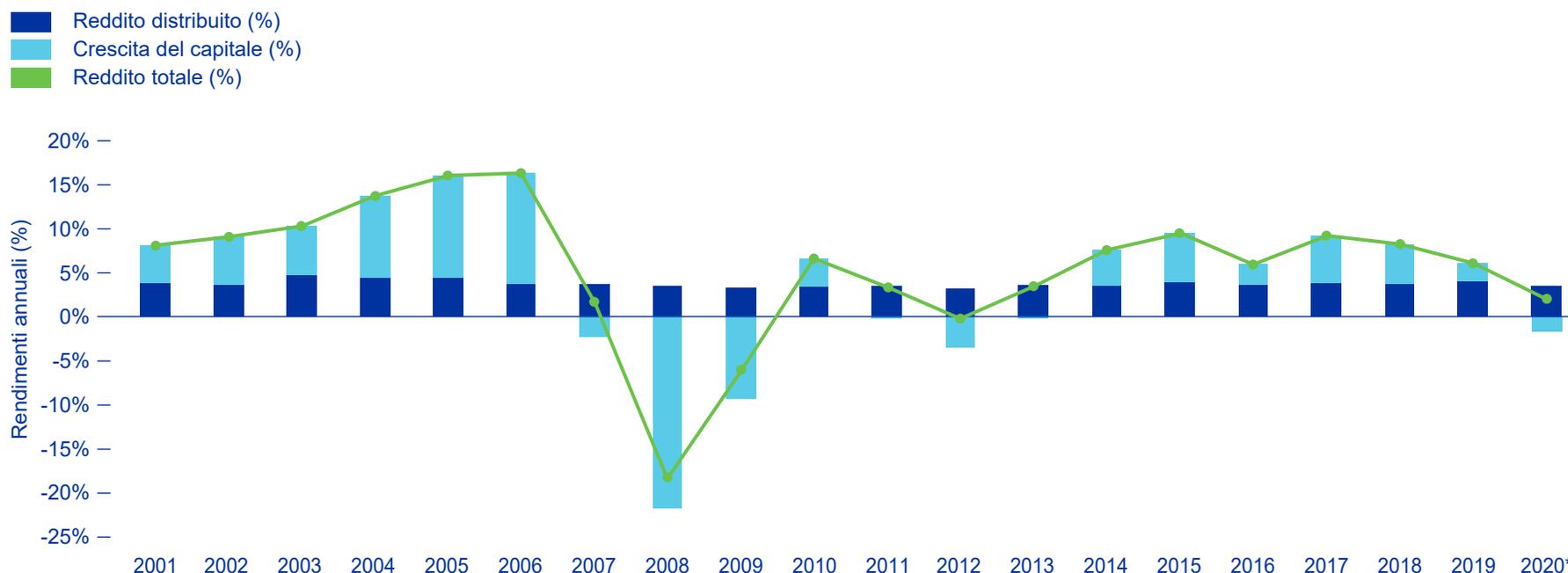
Negli ultimi dieci anni gli immobili non quotati hanno offerto un rendimento nettamente superiore rispetto alle obbligazioni, il che li rende molto attrattivi per gli investitori istituzionali. Per il futuro, le aspettative

sono per tassi di interesse e rendimenti obbligazionari bassi nei prossimi due anni, soprattutto nell'area euro. Questo dovrebbe rappresentare un cuscinetto significativo se i rendimenti obbligazionari dovessero iniziare ad aumentare, il che dovrebbe proteggere i rendimenti immobiliari.

Nel complesso, il rendimento del reddito è stato la componente più importante e stabile della performance degli immobili non

quotati sul lungo periodo, rappresentando circa il 65% del totale nel periodo 2001-2019 secondo l'indice INREV Annual Fund (vedi Figura 1). Gli investitori di lungo periodo possono proteggersi parzialmente dalla volatilità dei rendimenti annuali detenendo asset immobiliari che presentano una componente reddituale significativa, come ad esempio gli immobili core.

Figura 1: Indice INREV Annual Fund: componenti del rendimento



Fonte: Indice INREV Annual Fund

⁵ ANREV/ INREV/ NCREIF Indagine sulle intenzioni di investimento 2020

Protezione dall'inflazione

I rendimenti immobiliari sottostanti derivano sia dal reddito che dall'apprezzamento del capitale. Si prevede che il reddito da locazione risponda all'inflazione, nella misura in cui l'inflazione aumenta il valore nominale dei flussi di cassa dei conduttori e ciò alimenta i canoni nominali. La dinamica di trasmissione e la velocità di adeguamento del canone possono presentare un ritardo e dipendere dalla struttura del contratto: durate tipiche del contratto, periodi di revisione del canone e indicizzazione del canone. I contratti di locazione di breve durata, ad esempio, possono fornire una migliore protezione dall'inflazione consentendo ai canoni di adattarsi più rapidamente ai cambiamenti dell'inflazione.

Il settore immobiliare, tuttavia, è soggetto anche ad altri fattori di rischio come la crescita del PIL e gli shock dell'offerta che rendono più complesso il rapporto con l'inflazione (vedi Figura 2). Si ritiene che un'elevata crescita del PIL e/o un ambiente a bassa inflazione siano l'ideale per maggiori allocazioni immobiliari. In alternativa, anche uno scenario di crescita del PIL elevato e/o inflazione elevata è favorevole, mentre si prevede che uno scenario di stagflazione (crescita bassa - inflazione elevata) sia dannoso per i rendimenti immobiliari.

Il saldo dell'evidenza empirica indica che il grado di protezione dall'inflazione varia tra i settori immobiliari: gli immobili residenziali sono

una buona copertura dall'inflazione, gli immobili per uffici e industriali sembrano offrire una copertura parziale, mentre il settore al dettaglio appare come la copertura dall'inflazione più debole. Questi risultati possono essere spiegati dalle differenze nei termini di locazione, nonché dalle tendenze attuali specifiche alla base della crescita dei canoni.

Nel complesso, almeno nel lungo periodo, la performance immobiliare si muove in linea con l'inflazione. Gli investitori possono preservare e aumentare la propria ricchezza reale scegliendo di detenere asset immobiliari per lunghi periodi di investimento.

Figura 2: Probabilità che gli immobili offrano protezione dall'inflazione



Costruzione portafoglio immobiliare

Gli investitori, dopo aver determinato l'allocazione target al settore immobiliare come asset class, cercano poi di ottenere la diversificazione dei propri portafogli immobiliari definendo la propria strategia principalmente in termini di geografia e settori, nonché di stili di investimento. L'immobiliare diretto, a prima vista, offre lo spettro più ampio. Ma in realtà è difficile ottenere la diversificazione con partecipazioni dirette, poiché pochissimi investitori dispongono di grandi piattaforme interne con le competenze di settore/paese necessarie e il capitale necessario per costruire e gestire un portafoglio immobiliare internazionale ben diversificato. Una valida alternativa per accedere all'asset class è tramite il mercato indiretto, quotato o non quotato.

I fondi non quotati detengono la quota maggiore degli investimenti immobiliari commerciali dell'UE, circa il 30% del totale, mentre le società immobiliari quotate e i REIT dell'UE rappresentano il 20%⁶. Negli ultimi due decenni l'evoluzione dell'universo dei fondi immobiliari azionari europei non quotati è stata molto importante sia in termini di diversità dell'offerta che di crescita. L'indice annuale INREV nel 2020 includeva 368 veicoli che rappresentavano un NAV di 216,8 miliardi di Euro, rispetto

ai 45 veicoli che rappresentavano un NAV di 16,9 miliardi di Euro nel 2001. L'ultimo decennio ha visto anche emergere e crescere i fondi di debito immobiliari non quotati, stimolati da un sistema bancario più rigoroso, regolamentazioni per i prestiti bancari agli immobili, con altri grandi investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione, colmando il gap di finanziamento immobiliare.

Il settore europeo non quotato copre un vasto universo in termini di aree geografiche e settori. I fondi azionari non quotati con strategia multi-paese rappresentano il 41% del NAV dell'indice annuale INREV (2020). I veicoli quotati europei, d'altra parte, tendono ad essere focalizzati sul singolo paese, con alcuni veicoli quotati che investono anche al di fuori del loro mercato domestico, ma questi investimenti rappresentano in genere una parte molto piccola del loro portafoglio. Il settore non quotato, inoltre, ha un'offerta di veicoli multi-settore maggiore rispetto a quello quotato. Gli investitori, quindi, possono facilmente costruire un portafoglio immobiliare diversificato utilizzando veicoli multi-settore multinazionali non quotati, con l'ulteriore vantaggio che la loro performance di portafoglio sarà strettamente legata a quella dei "mattoni".

La costruzione del portafoglio, tuttavia, spesso comporta dei vincoli, come il portafoglio

'Negli ultimi due decenni l'evoluzione dell'universo dei fondi immobiliari azionari europei non quotati è stata molto importante sia in termini di diversità dell'offerta che di crescita.'

esistente dell'investitore e la disponibilità di prodotti per riequilibrarlo al fine di ottenere la diversificazione geografica e settoriale desiderata.

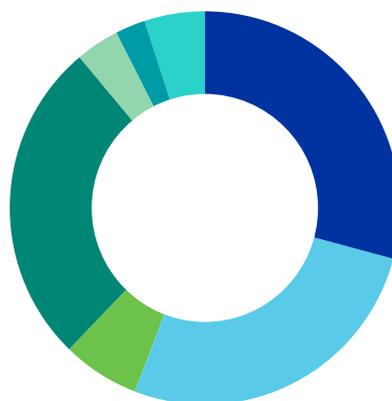
Gli investitori possono riequilibrare il proprio portafoglio immobiliare esistente scegliendo veicoli mono-paese, mono-settore e/o multi-settore. Tuttavia, la composizione del portafoglio dell'industria quotata e non quotata differisce tra i settori immobiliari (vedi Figura 3). Ad esempio, l'industriale ha un peso maggiore nel portafoglio INREV, mentre il residenziale ha una quota maggiore in quello EPRA, quindi l'opzione per la costruzione del portafoglio può variare, a seconda del settore e del percorso preferito. Spesso gli investimenti quotati e non quotati potrebbero essere considerati complementari per raggiungere un'esposizione target del portafoglio immobiliare azionario. Il percorso non quotato prevede anche la possibilità di attuare strategie più "tailor

⁶ Fonte: INREV/ EPRA Il settore immobiliare nell'economia reale, Novembre 2020

Figura 3: Portafoglio immobiliare di INREV e FTSE EPRA NAREIT Developed Europe constituents, fine 2019



Allocazione immobili per settore: INREV



Allocazione immobili per settore: EPRA

*Le categorie originali sono state semplificate come nel "Report Immobiliare nell'economia reale" in modo che la composizione del portafoglio di INREV e EPRA sia comparabile

Fonte: Indice INREV Annual Fund, EPRA (dati da EPRA Documento di ricerca di mercato "Sector Report Residential", Novembre 2020)

made" e/o mirate a specifici asset immobiliari attraverso gestioni separate, JV e club deal, oltre che co-investimenti.

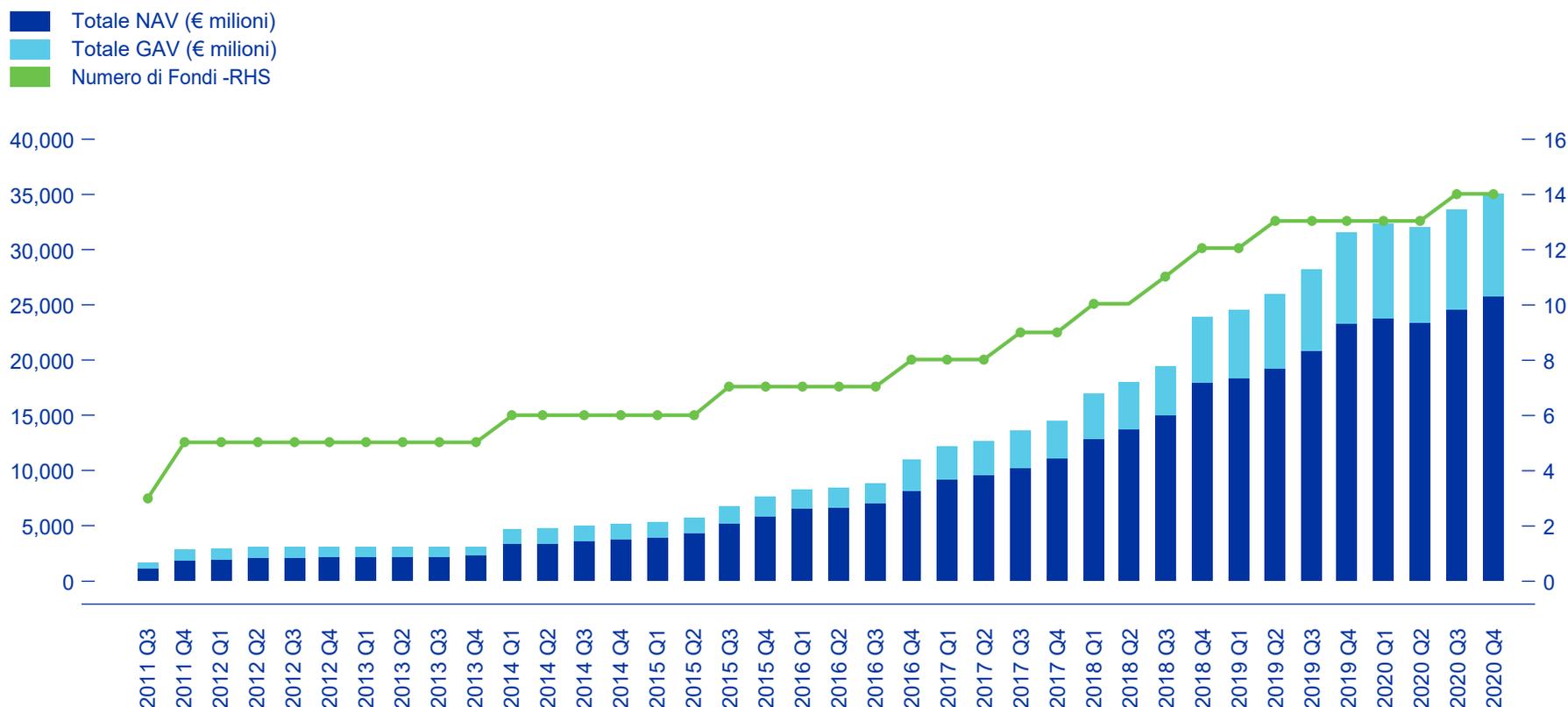
Con l'aumento di maturità del mercato dei fondi non quotati la gamma dei prodotti offerti si è ampliata. Possono essere generalmente suddivisi in tre principali categorie di rischio/rendimento: fondi core, value-add e opportunistici. I fondi azionari core sono i più rappresentati nell'universo d'investimento. Spiccano i veicoli open end diversified core equity (ODCE) (vedi Figura 4), con un forte appetito degli investitori e un significativo potenziale di crescita. Ciò si basa sulla loro capacità di attrarre investitori che puntano a strategie passive, diversificate, relativamente liquide, stabili e a basso rischio con commissioni basse. I fondi chiusi hanno strategie di rischio più elevato, ma possono anche essere utilizzati come parte di una strategia principale mirata a mercati o settori specifici. Sono aumentati gli investimenti in fondi focalizzati su settori alternativi come l'edilizia residenziale per anziani, l'assistenza sanitaria e gli alloggi per studenti, che sono supportati da mega-tendenze sottostanti a lungo termine.

Anche i veicoli di debito non quotati stanno guadagnando terreno, rappresentando il più grande aumento di capitale raccolto per le strategie europee, passando dal 4,6% nel 2019 al 19% nel 2020⁷. C'è una forte preferenza per le strategie di debito

senior, a causa del loro interessante reddito stabile, dalla protezione dalle perdite, interessanti rendimenti corretti per il rischio e, in particolare per il settore assicurativo, un potenziale per una migliore efficienza del capitale.

Nel complesso, il settore non quotato offre un'ampia gamma di prodotti di investimento. Consente la diversificazione all'interno dei portafogli immobiliari definendo strategie immobiliari sia in termini geografici e settoriali ma anche in termini di stili di investimento.

Figura 4: Evoluzione dei fondi Europei ODCE



Fonte: Indice dei fondi europei ODCE

Caratteristiche dei veicoli immobiliari europei

Questa sezione copre le questioni sempre attuali degli immobili non quotati, in particolare la liquidità, la trasparenza e la governance e i miglioramenti che sono stati fatti in ciascuna area.

Liquidità

L'illiquidità è relativa alla classe di attività immobiliare e un certo grado di illiquidità potrebbe essere auspicabile per gli investitori a lungo termine. Viene fornita con una volatilità inferiore e un premio di illiquidità da raccogliere.

Gli investitori in immobili non quotati valutano la sua liquidità in base a due fattori principali, il tempo necessario per entrare/uscire da un investimento e il valore commerciale realizzato.

‘L'illiquidità è relativa alla classe di attività immobiliare e un certo grado di illiquidità potrebbe essere auspicabile per gli investitori a lungo termine.’

L'illiquidità degli immobili non quotati è funzione sia del profilo di liquidità degli attivi sottostanti e della struttura del veicolo stesso, sia della liquidità specifica del mercato. La struttura del fondo aperto offre livelli accettabili di liquidità agli investitori in normali condizioni di mercato, fornendo loro l'accesso immediato a una gamma diversificata di attività e consentendo loro di riscattare il capitale e uscire dal fondo se e quando necessario. I fondi chiusi sono relativamente illiquidi, almeno dal punto di vista del mercato primario.

La relativa illiquidità dei fondi non quotati può essere gestita anche attraverso il mercato secondario. Il trading secondario in fondi aperti aumenta la liquidità, poiché gli investitori possono evitare le code di sottoscrizione e di rimborso; inoltre, aggiunge flessibilità alla chiusura delle strutture finali consentendo agli investitori esistenti di uscire prima della chiusura del fondo vendendo le proprie quote a nuovi investitori che desiderano entrare.

I volumi degli scambi secondari sono cresciuti rapidamente, soprattutto negli ultimi cinque anni. Storicamente, le negoziazioni del Regno Unito hanno dominato, ma più recentemente abbiamo anche assistito a un aumento significativo del volume delle negoziazioni secondarie per i fondi non quotati europei non focalizzati sul Regno Unito. Nel 2020 per

la prima volta questo ha superato il volume degli scambi secondari del Regno Unito e ha rappresentato il 58% del totale degli scambi focalizzati in Europa e nel Regno Unito.

La liquidità complessiva nel settore non quotato è andata migliorando, come testimoniano i livelli di attività nel mercato secondario. La crescita dei fondi europei ODCE potrebbe aumentare ulteriormente la liquidità nel settore non quotato, in quanto questi veicoli sono a vita infinita e di dimensioni relativamente grandi.

Trasparenza, governance e portata del controllo degli investitori

Il settore non quotato ha raggiunto livelli elevati di divulgazione e governance delle informazioni man mano che il settore è maturato. INREV è sempre stato volto a migliorare la trasparenza, la professionalità e le best practice. Tutto è iniziato con il database dei veicoli INREV per aiutare l'industria a capire quali fondi erano sul mercato e come erano strutturati. In seguito, sono stati realizzati numerosi studi di ricerca e degli indici INREV per offrire agli investitori dei modi migliori per valutare le prestazioni del fondo. Le linee guida INREV hanno portato coerenza e best practice nel settore, seguite da eventi e corsi di formazione per condividere approfondimenti e riunirci come comunità.

Riconosciamo l'aumento della natura globale del settore e, parallelamente all'ampia gamma di prodotti, INREV ha collaborato con enti di settore pertinenti in altre regioni⁸ per promuovere ulteriormente la trasparenza dei dati, le best practice, l'armonizzazione e l'accessibilità alle informazioni su scala globale⁹.

Man mano che il settore diventava più regolamentato, INREV ha istituito un team per le relazioni pubbliche e un ufficio a Bruxelles. I requisiti normativi hanno ulteriormente promosso la divulgazione e la governance delle informazioni. A seguito del GFC, le autorità di regolamentazione hanno introdotto la Direttiva sui gestori di fondi di investimento

alternativi (AIFMD), un quadro normativo che si applica a quasi tutti gli hedge fund, i fondi di private equity e i fondi di investimento immobiliare registrati nell'UE. Nel complesso, l'AIFMD ha avuto un forte impatto positivo sul settore immobiliare con i gestori di fondi che beneficiano del "passaporto", un approccio unico al marketing nel mercato dell'UE e gli investitori di una maggiore trasparenza e divulgazione delle informazioni, comparabilità e una governance aziendale più forte.

L'eredità del GFC ha rafforzato la gestione del rischio in termini di governance, allineamento degli interessi tra investitori e gestori e, investitori e co-investitori, per un controllo più stretto sulle decisioni di investimento.

'Il settore non quotato ha raggiunto livelli elevati di divulgazione e governance delle informazioni man mano che il settore è maturato.'

⁸ ANREV in APAC e sia NCREIF che PREA in Nord America

⁹ Hanno stabilito congiuntamente un database delle definizioni globali (2017) e il rapporto totale di spesa globale (2020), una misura armonizzata delle commissioni e dei costi totali tra le regioni e molti studi di ricerca globali

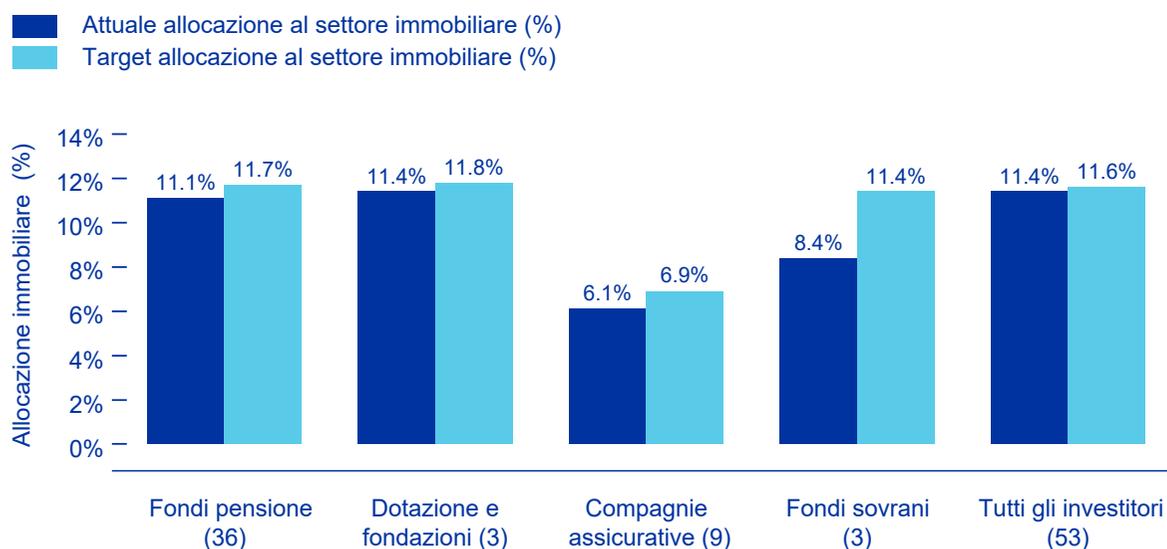
Tendenze secolari

La futura crescita del settore immobiliare e, in particolare, del settore non quotato come asset class è sostenuta da diverse tendenze secolari favorevoli. Si prevede che le allocazioni assolute e relative agli immobili non quotati continueranno a crescere. Parallelamente alle crescenti allocazioni nel settore immobiliare, la crescente attenzione agli investimenti immobiliari operativi, ESG e a impatto ampliarà l'universo immobiliare investibile.

La ricchezza globale e la quota di AUM nella ricchezza globale sono entrambe in aumento e questo risultato, di per sé, è sufficiente per stimolare la domanda di immobili. Inoltre, le allocazioni immobiliari per tutti i tipi di investitori sono in costante aumento e questo fenomeno non dovrebbe cambiare a breve. Molti investitori istituzionali, come fondi pensione, compagnie assicurative e SWF sono al di sotto delle loro allocazioni immobiliari target ed è improbabile che ciò cambi a breve. (vedi Figura 5).

Gli SWF sono i più al di sotto dell'obiettivo, con un'allocazione media attuale dell'8,4% rispetto a un obiettivo dell'11,4%. C'è un argomento che è probabile che i fondi sovrani aumentino la loro esposizione al settore immobiliare in quanto possono permettersi più facilmente l'illiquidità associata alla classe di attività rispetto agli investitori più tradizionali. Un'altra potenziale fonte di capitale per investimenti immobiliari è rappresentata dai family office e dagli HNWI. Tutto sommato, parte di questo capitale confluirà in fondi non quotati, supportando così la crescita di gestori esistenti e nuovi desiderosi di entrare in questo dinamico mercato.

Figura 5: Allocazioni attuali e target agli immobili per tipo di investitore, valutate per AUM totale



‘La ricchezza globale e la quota di AUM nella ricchezza globale sono entrambe in aumento e questo risultato, di per sé, è sufficiente per stimolare la domanda di immobili.’

Fonte: INREV's Investment Intention Survey 2021

ESG e impatto degli investimenti

Il settore immobiliare ha riconosciuto l'importanza di integrare le questioni ESG nei processi decisionali di investimento per ottenere la riduzione del rischio, saperne di più sulle opportunità di sostenibilità e proteggere il valore per gli azionisti.

Esiste un crescente riconoscimento del fatto che edifici efficienti e sostenibili possano produrre rendimenti più elevati essendo più attraenti per i conduttori e riducendo così la superficie sfitta complessiva e/o sostenendo valori locativi più elevati. Inoltre, l'adozione dei principi ESG nelle decisioni di investimento aiuta a limitare i rischi legati al deprezzamento e/o all'obsolescenza degli asset e ad aumentare i rendimenti corretti per il rischio. Gli investitori a lungo termine dovrebbero considerare attentamente i rischi che potrebbero avere un impatto sul valore dei loro investimenti su orizzonti temporali lunghi. Nel complesso, gli edifici efficienti dal punto di vista energetico dovrebbero mostrare rendimenti corretti per il rischio più elevato, sebbene la qualità dei dati non sia abbastanza solida da dimostrare univocamente questa ipotesi per diversi settori e mercati. Infine, si ritiene che gli asset che rispettano alcune metriche ESG siano più liquidi degli altri.

Con l'emergenza del cambiamento climatico, molti investitori e gestori di investimenti stanno anche valutando l'impatto dei rischi climatici sui loro portafogli. Secondo il rapporto 2021 del World's Economic Forum Global Risks,

le questioni legate al clima dominano i rischi a lungo termine in termini di probabilità. Vi è una crescente consapevolezza e azione per gestire e mitigare i rischi fisici del cambiamento climatico e i rischi associati alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Negli ultimi anni, accelerati dalla pandemia di Covid-19, l'attenzione ESG si è estesa agli aspetti sociali e di governance oltre che all'ambiente. La governance racchiude la corporate governance e il comportamento aziendale. La governance del settore non quotato è stata notevolmente rafforzata a seguito del GFC a seguito dei requisiti più stringenti sia regolamentari che istituzionali. La "S" nell'ESG copre un'ampia gamma di questioni sociali, inclusi i rischi per la salute, le politiche sulla diversità, l'equità e l'inclusione (DEI) e il coinvolgimento nelle questioni comunitarie. Gli investitori premono per nuovi prodotti che aderiscono ai principi ESG e i gestori stanno seguendo l'esempio.

Parallelamente, anche l'impatto sugli investimenti sta guadagnando terreno tra gli investitori. La dimensione del mercato degli investimenti a impatto per tutte le classi di attività supera ora i 600 miliardi di Euro. A volte è difficile distinguere tra ESG e Impatto sugli investimenti. Tuttavia, l'impatto sugli investimenti deve avere intenzioni e obiettivi chiari per creare un impatto sociale e/o ambientale positivo, insieme all'aspettativa di ritorni finanziari. Dovrebbe avere le caratteristiche fondamentali di "intenzionalità",

"addizionalità" e "misura", in tandem con obiettivi finanziari. Esempi di investimenti a impatto sociale nel settore immobiliare includono l'edilizia abitativa, la salute e l'istruzione.

'l'adozione dei principi ESG nelle decisioni di investimento aiuta a limitare i rischi legati al deprezzamento e/o all'obsolescenza degli asset e ad aumentare i rendimenti corretti per il rischio.'

Per facilitare agli investitori la comprensione dei diversi approcci all'investimento immobiliare, INREV ha sviluppato The Spectrum of Investment, ovvero un framework per mappare diversi approcci di investimento per il settore immobiliare, a

seconda dell'ambizione degli investitori per l'impatto ambientale e sociale (vedi Figura 6). Questi vanno dagli investimenti tradizionali (all'estrema sinistra) all'impatto sugli investimenti (all'estrema destra).

La crescente importanza degli investimenti ESG e di impatto dovrebbe ampliare ulteriormente le opportunità offerte agli investitori in veicoli immobiliari non quotati.

Figura 6: Ambizioni ambientali e sociali



Source: INREV Spectrum of Investment 2020

Osservazioni conclusive

È ampiamente accettato che l'immobiliare come asset class abbia caratteristiche di investimento desiderabili, come una performance interessante corretta per il rischio, potenziale di diversificazione in un portafoglio multiattività, un rendimento di reddito elevato e stabile e un grado di protezione dall'inflazione. Questo studio riesamina gli argomenti di cui sopra e dimostra che esiste un forte caso sia per gli immobili non quotati nei portafogli multi-asset che all'interno dei portafogli immobiliari, e che le prospettive sembrano brillanti. L'analisi mostra che gli immobili non quotati mostrano una performance aggiustata per il rischio relativamente buona con una bassa volatilità e un rendimento solido e stabile. È anche un migliore diversificatore del rischio azionario rispetto ad altre asset class alternative e agli immobili quotati. Soprattutto, sembra offrire un grande potenziale di diversificazione ai portafogli con elevate partecipazioni obbligazionarie. Molti investitori istituzionali, come fondi pensione, compagnie assicurative e SWF sono al di sotto delle loro allocazioni immobiliari target. Ci aspetteremmo un aumento delle allocazioni effettive e target nel settore immobiliare, e in particolare nei veicoli non quotati, date le loro interessanti caratteristiche di investimento e un contesto di rendimenti obbligazionari reali estremamente bassi.

Abbiamo preso in considerazione la costruzione e la diversificazione del portafoglio immobiliare attraverso diversi aspetti: dimensione, geografia, settore, percorso di investimento e stile di investimento. La costruzione del portafoglio comporta dei vincoli, come il portafoglio esistente degli investitori e la disponibilità del prodotto per riequilibrarlo per raggiungere il portafoglio target in queste dimensioni. La crescita dei mercati immobiliari quotati e non quotati negli ultimi due decenni ha portato a una proliferazione di veicoli. La diversificazione per gli investitori di medie e piccole dimensioni può essere ottenuta più facilmente tramite il mercato indiretto. In particolare, i veicoli non quotati presentano l'ulteriore vantaggio che le loro prestazioni sono strettamente correlate a quelle del mercato diretto, come indicano i nostri risultati. Un attento esame dell'universo non quotato rivela un'ampia gamma di opzioni in termini sia geografici che settoriali. Se un investitore è disposto a investire in aree geografiche e settori specifici, ciò è ampiamente possibile acquisendo esposizione a veicoli non quotati. Tuttavia, diverse rotte di investimento immobiliare potrebbero essere considerate complementari per raggiungere un'allocazione target nella misura in cui offrono alcune diverse aree di esposizione.

Gli immobili non quotati presentano una gamma di stili di investimento. La recente evoluzione dell'universo immobiliare non quotato è in gran parte guidata da strategie chiave, come il crescente segmento europeo ODCE e il debito immobiliare non quotato, con un focus sul debito senior. Le loro forti caratteristiche di investimento dovrebbero guidare ulteriori allocazioni a questi veicoli. Ci sono diversi motivi che rendono il caso degli immobili non quotati ancora più convincente di prima. L'industria non quotata ha raggiunto elevati livelli di trasparenza e governance e ha rapidamente abbracciato le ambizioni ambientali e sociali. La liquidità è in miglioramento, sia attraverso il mercato secondario sia attraverso l'evoluzione di nuovi prodotti e strutture di investimento. L'universo investibile sta ampliando la sua copertura in termini di aree geografiche, settori e stili di investimento. La crescente attenzione ai settori immobiliari operativi, ESG e Impact Investment potrebbe arricchire ulteriormente l'offerta non quotata. Flussi di capitale attesi più elevati nel settore in combinazione con maggiori opzioni di prodotto indicano tempi interessanti per gli investitori e i gestori di fondi nel settore immobiliare non quotato.