

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI SCIENZE
ECONOMICHE E SOCIALI**

**L'INVESTIMENTO IN ATTIVITÀ NON FINANZIARIE
NELLA GESTIONE DI GRANDI PATRIMONI.
ASPETTI TECNICI E ORGANIZZATIVI**

Andrea Lippi

Serie Azzurra: Economia Aziendale – Quaderno N. 50 luglio 2008



UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

PIACENZA

I QUADERNI
Possono essere richiesti a:

Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Cattolica, Via Emilia Parmense 84,
29100 Piacenza tel. 0523 599342. Oppure si può ottenere una copia dall'area di download del
Dipartimento al seguente indirizzo: **<http://www.unicatt.it/dipartimenti/ScEcoSoc/default.stm>**

I PAPER PUBBLICATI IN QUESTA COLLANA SONO SOGGETTI A DOPPIO REFERAGGIO

*L'investimento in attività non finanziarie nella gestione di grandi patrimoni.
Aspetti tecnici e organizzativi di Andrea Lippi*

ABSTRACT:

Negli ultimi anni la clientela *private* ha mostrato un crescente interesse verso investimenti in attività non finanziarie quali oro fisico, immobili, opere d'arte, diamanti e vino. Ciò ha aperto agli studiosi due nuove prospettive di analisi, una nell'ambito della *portfolio theory*, l'altra nell'ambito degli studi di organizzazione.

Questo lavoro si propone di: a) esaminare le correlazioni esistenti fra le asset class tradizionali (azioni, obbligazioni e liquidità) e le attività non finanziarie; b) presentare i risultati di un'indagine che abbiamo effettuato tramite questionario all'interno di un ampio campione di *private banks* operanti in Italia al fine di verificare la rilevanza strategica di questa nuova area di business e i cambiamenti organizzativi eventualmente attuati; c) esaminare i modelli organizzativi di *sub-advisory* che, a nostro parere, sono i più adatti a questo nuovo business e pertanto potrebbero essere adottati dagli operatori del settore per offrire un servizio di eccellenza alla propria clientela nell'investimento non finanziario.

*Codice JEL: G000 – Financial Economics: General;
G110 – Portfolio choice e Investment Decision
L200 – Firm Objectives; Organization and Behaviour: General*

1 – La value proposition non finanziaria nel wealth management

L'espressione *wealth management* ovvero la gestione delle esigenze e la soddisfazione dei bisogni avvertiti dal cliente facoltoso¹ è divenuta negli ultimi anni ricorrente fra gli operatori del mercato bancario e finanziario italiano che si sono visti obbligati a ripensare e riqualificare la loro offerta di fronte ad una clientela sempre più pretenziosa ed informata. Infatti, una banca *private*² non può semplicemente offrire un prodotto bensì il proprio stile e l'eccellenza del rapporto con la clientela attraverso un'articolata e diversificata *value proposition*, finanziaria e non, descritta nella successiva tabella 1.

La necessità di proporre consulenza su attività non finanziarie trova una prima giustificazione nell'incremento concorrenziale nel settore del *private banking* che ha determinato nel corso del tempo una progressiva contrazione dei margini derivanti dalle gestioni dei patrimoni finanziari³ (figura 1) tale da indurre a ricercare fonti alternative di ricavi.

In Italia, l'inasprimento competitivo ha avuto quale primo impatto la proliferazione di prodotti e servizi con cui le banche hanno cercato di differenziarsi; tale decisione, tuttavia, comporta il sostenimento di costi crescenti soprattutto in un mercato ormai maturo, nel quale i clienti non riescono ad avvertire gli sforzi della differenziazione nel momento in cui lo stesso prodotto o servizio è offerto da una molteplicità di soggetti⁴.

In un simile contesto la principale leva concorrenziale diviene il prezzo, il cui progressivo abbattimento penalizza certamente la redditività degli operatori senza peraltro essere garanzia di mantenimento e d'incremento della numerosità della clientela.

¹ La categoria dei "clienti facoltosi" può essere segmentabile in:

- *High Net Worth Individuals (HNWI)* intendendo coloro che possiedono patrimoni disponibili compresi fra 1.000.000 U\$A e 5.000.000 U\$A;

- *Very High Net Worth Individuals (VHNWI)* ovvero i soggetti che presentano soglie patrimoniali disponibili comprese fra i 5.000.000 U\$A ai 50.000.000 U\$A;

- *Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI)* riferendosi ad individui con disponibilità patrimoniali molto consistenti, dai 50.000.000 U\$A ed oltre.

PriceWaterHouseCoopers, "*Global Private Banking/Wealth Management Survey 2007: Executive Summary*", anno 2007, p. 7

Abbiamo mantenuto l'indicazione dei valori in valuta statunitense in quanto tradizionalmente ed universalmente presa a riferimento nel *private banking*.

² Così chiameremo genericamente nel presente lavoro tutti gli operatori che si rivolgono ad una clientela con patrimoni elevati

³ Giacomo Neri, "*Il mercato del Private Banking in Italia, sistema di offerta e spunti per lo sviluppo del Private Equity*", Milano, 26 febbraio 2007, Convegno AIPB dal titolo "*Private Banking e Private Equity: quali complementarità?*"

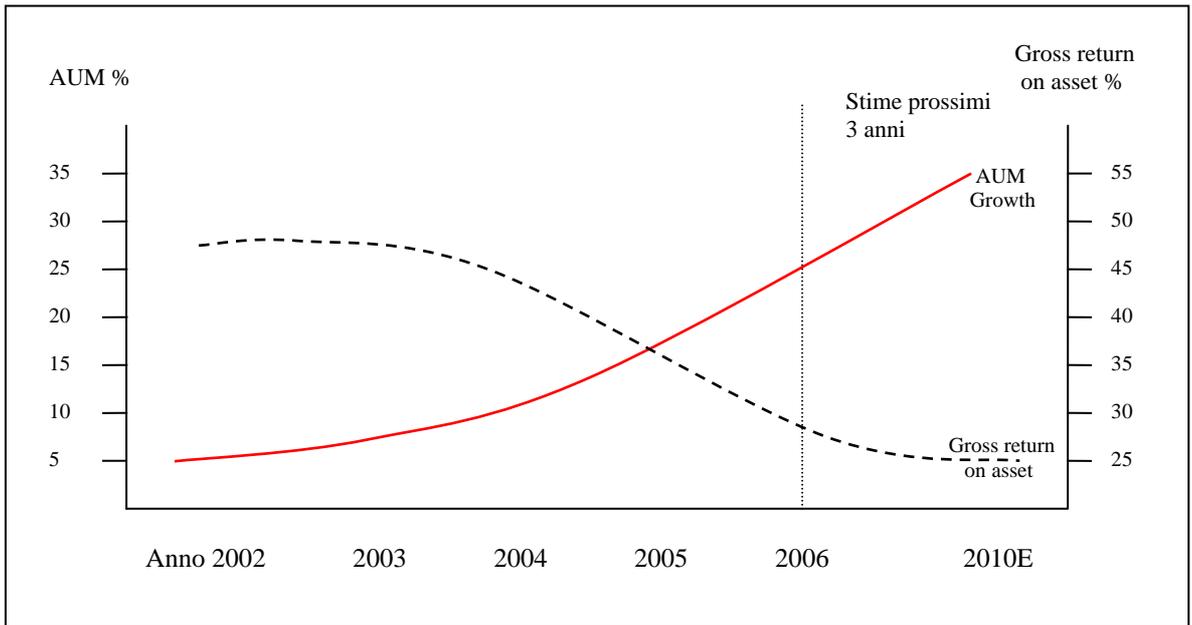
⁴ Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "*Marketing e Private Banking*", Egea, Milano, anno 2004, pag. 373-374

Tabella 1 – L’ottimale *value proposition* nel *wealth management*

<i>Servizi</i>	<i>Value proposition finanziaria</i>	<i>Value proposition non finanziaria</i>
Global Advisory Services	Consulenza sugli investimenti finanziari Real estate investment Consulenza assicurativa	Consulenza su investimenti non finanziari quali oro, diamanti, opere d’arte
Global Asset Management	GPM, GPF, SICAV o Fondi Private Equity Prodotti assicurativi e prodotti finanziari evoluti	Asset management su beni non finanziari
Finanziamenti e tesoreria	Finanziamenti al consumo Gestione della tesoreria Corporate finance	Finanziamento per acquisti immobiliari o altro beni non finanziari
Broker house	Intermediazione in valori mobiliari su mercati regolamentati e OTC Raccolta ordini e trading on-line	Intermediazione per acquisto/vendita di beni non finanziari
Carte di credito ed e-commerce	Carte di credito e di debito Commercio elettronico	
Global custody	Custodia accentrata di valori mobiliare del cliente	Custodia di valori non mobiliari e di altri beni quali oro, diamanti, opere d’arte
Consulenza legale, fiscale e trust	Consulenza legale, fiscale, successoria e su trust e fondazioni con riferimento ad attività finanziarie	Consulenza legale, fiscale, successoria e su trust e fondazioni con riferimento ad attività non finanziarie
Aggregation e reporting	Aggregatore di dati per clienti multibrand Reporting integrato all’ALM del cliente Analisi del reporting	Reporting integrato all’ALM del cliente Analisi del reporting
Eventi e consulenza emotiva		Musica e teatro, Sport, Cultura, Arte

Fonte: Nostra elaborazione

Figura 1 – Trend di profittabilità nell’asset management internazionale



Fonte: Nostra elaborazione su dati PWC, 2007

Infatti, esaminando la tabella 2 si evince che il “fattore prezzo” è indicato come quarta causa di chiusura del rapporto fra istituzione finanziaria e cliente, preceduto da “insufficiente performance degli investimenti” e “scadente attività consulenziale”. La motivazione principale di abbandono della propria banca risulta essere la “disaffezione al servizio”, le cui cause scatenanti non sono oggettivamente determinabili, ma derivano da un compendio di situazioni soggettive che portano l’individuo ad un progressivo disinteresse e minor attaccamento ad un’offerta originariamente considerata valida e personalizzata.

Tabella 2 – I motivi che spingono i clienti ad abbandonare la propria banca

Classifica	Motivazione
1	Disaffezione al servizio
2	Attività consulenziale scadente
3	Insufficiente performance degli investimenti
4	Prezzo dei prodotti e dei servizi

Fonte: Nostra elaborazione su dati PWC, 2007

Per gli operatori che vorranno differenziarsi nel segmento del *private banking* si profila pertanto la necessità di offrire, oltre ad una gamma variegata di prodotti finanziariamente evoluti, anche una consulenza ad alto valore aggiunto in asset non finanziari, valutando e ponderando alcuni aspetti rilevanti fra i quali la definizione del modello organizzativo più consono a garantire un buon servizio al cliente, la strategia d’intervento nel segmento dei beni non finanziari, le difficoltà riscontrate o che presumibilmente si riscontreranno nei confronti della clientela nella diffusione del servizio consulenziale in termini di credibilità della banca, di rispondenza alle richieste

dei clienti e di efficacia delle soluzioni proposte⁵. Si dovrà inoltre porre attenzione agli strumenti, ai modelli e alle tecniche di marketing predisposte per sviluppare il business, al grado di penetrazione attuale sul mercato e agli obiettivi in budget nonché alle reazioni dei competitors non solo di matrice finanziaria.

Così come le alternative di investimento finanziario risultano teoricamente infinite se si considerano le continue innovazioni di prodotto e le possibili combinazioni fra i medesimi, allo stesso modo non è possibile definire a priori quali possano essere i possibili beni non finanziari oggetto di investimento da parte di un cliente *private*. In teoria, infatti, le possibilità di investimento sono illimitate a partire dagli immobili, opere d'arte, oggettistica da collezione, gioielli, oro, argento, tappeti, auto d'epoca, antiquariato in genere, modernariato, francobolli, monete. Nell'assumere la decisione di investire in tali tipologie di beni è necessario considerare come l'eterogeneità dell'offerta, la non regolamentazione di alcuni mercati di riferimento e l'incidenza di alcuni fattori esogeni sul prezzo⁶ possono rendere particolarmente complessa la scelta di un asset non finanziario. Il cliente *private* dovrebbe quindi poter trovare nella propria *private bank* un valido interlocutore a supporto anche di questo tipo di investimento.

Il presente lavoro si divide in due parti. Nella prima ci proponiamo di esaminare gli investimenti in oro fisico, immobili, arte, vino e diamanti in ottica di asset allocation strategica al fine di verificarne l'impatto in termini di efficienza nella costruzione dei portafogli⁷. La scarsità di letteratura preesistente nonché di informazioni ci porta a focalizzare l'analisi alle correlazioni⁸ esistenti fra i beni sopra elencati, presi singolarmente, e i principali mercati finanziari internazionali al fine di dimostrare la possibilità di ridurre il rischio sopportato dall'investitore mediante l'abbinamento fra

⁵ G. Santorsola, "Il private banking artistico", in "Periodico Banca Europa", n. 20, novembre 2002, www.bancaeuropa.org

⁶ In alcuni casi per esempio la stagionalità, le condizioni geopolitiche, le tendenze della moda o attacchi terroristici piuttosto che speculativi possono essere cause scatenanti di elevate volatilità rendendo molto più complessi non solo la valorizzazione degli asset fisici ma anche una loro agevole e redditizia dismissione.

Marco Liera (a cura di), "Gli investimenti alternativi", Il Sole 24Ore, Torino, novembre 2005, pag. 115ss

⁷Un portafoglio è efficiente nel momento in cui riesce a massimizzare il rendimento minimizzando il rischio.

Markowitz H., "Portfolio selection", in *Journal of Finance*, 3, n. 1, marzo 1952

Il rischio di un portafoglio è distinguibile in *rischio sistematico* (β), ovvero il rischio insito nel mercato in quanto tale e pertanto non eliminabile, e *rischio specifico*, afferente alle caratteristiche di ogni singola asset class e pertanto eliminabile mediante un'attenta diversificazione.

Markowitz H., *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, John Wiley and Sons, New York, 1959

Il rischio sistematico o di mercato è calcolabile sulla base della seguente formulazione $\beta = \frac{\sigma_{pm}}{\sigma_m^2}$

Sharpe W.F., "Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium", *Journal of Finance*, settembre 1964

⁸ La bontà del risultato conseguibile nel processo di ottimizzazione del portafoglio è fornito dal coefficiente di correlazione ρ (*rho*) che può assumere valori compresi fra -1 e +1. Un valore di $\rho=-1$ (situazione ottimale) identifica una perfetta correlazione negativa fra le asset class ovvero la possibilità di giungere ad un portafoglio a rischio specifico nullo; viceversa un $\rho=+1$ (situazione peggiore) identifica una perfetta correlazione positiva e quindi l'impossibilità di trarre benefici dalla diversificazione che invece sono avvertiti, seppur in parte, con un coefficiente $\rho=0$, identificativo di asset class fra loro indipendenti. Il calcolo del coefficiente di correlazione può essere approssimato attraverso la seguente

formulazione $\rho_{X,Y} = \frac{Cov(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y}$

Sharpe W.F., "The arithmetic of active management", *Financial Analysts Journal*, vol. 47, n. 1, 1991

Sharpe W.F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", *Journal of Portfolio Management*, dicembre, 1992

asset finanziari e non. Precisiamo, inoltre, che gli strumenti finanziari derivati su *commodities* (quali *forward*, *certificates*, *future*), sono considerati afferenti all'investimento finanziario e, pertanto, non presi a confronto nei singoli paragrafi che trattano gli investimenti diretti in attività non finanziarie.

Nella seconda parte, partendo dal presupposto che il *private banker* svolge un ruolo di *adviser* nei confronti della ricchezza finanziaria del cliente, e tenuto conto dei risultati di un'indagine campionaria, abbiamo focalizzato l'attenzione sui modelli di *sub-advisory* maggiormente utilizzati in Europa nell'ambito del risparmio gestito, evidenziandone vantaggi e limiti operativi, nell'intento di verificarne una possibile adozione da parte delle *private banks* operanti in Italia, mirato ad implementare un'adeguata consulenza su attività non finanziarie attraverso il coinvolgimento di uno o più esperti nei vari settori.

A nostro parere, infatti, il modello organizzativo del *sub-advisory*, nelle sue diverse strutture, sembra essere l'elemento vincente nell'attuale scenario competitivo del *private banking* per coniugare l'esigenza di costruzione di portafogli efficienti avvalendosi anche della collaborazione di specialisti in ambiti non finanziari.

2 – L'investimento in attività non finanziarie

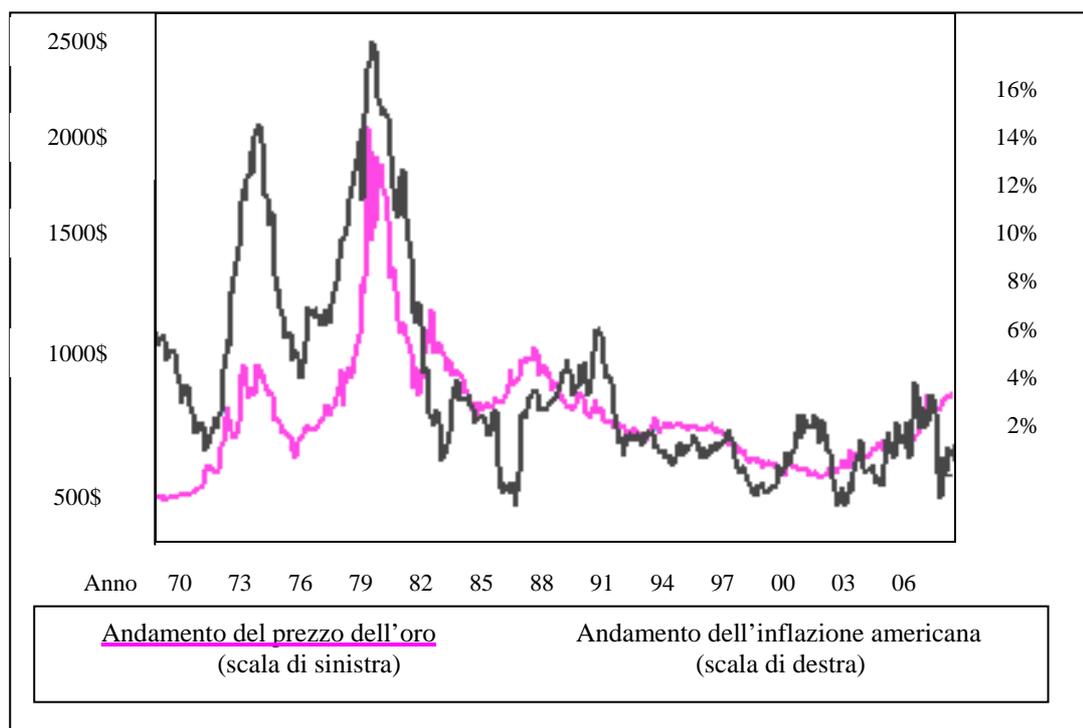
2.1 – L'oro fisico

Grazie alle sue caratteristiche fisiche che lo rendono facilmente trasportabile, divisibile, duttile, malleabile, inalterabile ed indistruttibile, l'oro ha assunto progressivamente il titolo di bene rifugio per antonomasia. L'investimento nel prezioso metallo può avvenire in maniera indiretta attraverso OICR e strumenti finanziari derivati, oppure mediante acquisto diretto godendo comunque di una oggettiva e trasparente indicazione del relativo prezzo. Infatti, con riferimento all'investimento in oro fisico, la quotazione più significativa è quella rilevata dal mercato di Londra (il *London Bullion Market Association* - Lbma) che dal 1919, data della sua istituzione, ne fissa il prezzo (*fixing*) due volte al giorno⁹. Nel lungo termine, le rilevazioni storiche delle quotazioni dell'oro mostrano fluttuazioni meno violente e repentine rispetto non solo alle dinamiche del mercato finanziario ma anche a quelle di altri beni. Molte valute ad esempio, compreso il dollaro americano, nonché le materie prime industriali, subiscono oscillazioni più profonde e tendono sul lungo termine a perdere di valore con più virulenza¹⁰. Ciò è conseguenza del fatto che mentre le *commodities* sono prodotte per finalità di consumo, l'oro è estratto principalmente per finalità di accumulo, in quanto in grado di mantenere un valore intrinseco nel corso del tempo. Questa caratteristica lo qualifica come un asset capace di proteggere l'investimento dall'inflazione come dimostrato nella successiva figura 2, la quale mette a confronto le dinamiche del prezzo dell'oro con il tasso di inflazione americano.

⁹ Ogni giorno i rappresentanti di N.M. Rothschild & Sons, Scotia Mocatta, Hsbc Bank Usa, Deutsche Bank e Société Générale, alle 10:30 e alle 15, si accordano per un prezzo, il fixing appunto, che costituisce per gli operatori mondiali la quotazione ufficiale dell'oro anche se in questo mercato non esiste una chiusura ufficiale e quindi i prezzi rilevati alla chiusura sono in realtà l'ultimo prezzo trattato.

¹⁰ Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 6

Figura 2 – La dinamica del prezzo dell'oro a valori reali (U\$A 2007) e dell'inflazione americana nel periodo dal 1970 al 2006



Fonte: Eric Hommelberg, "GoldDrivers 2007 – Gold & Inflation", www.goldseek.com

Oltre alla sua capacità di proteggere nel lungo periodo dalle dinamiche inflazionistiche, l'oro dispone di un'ulteriore caratteristica che lo rende pressoché un bene unico rispetto alle valute e in genere alle attività finanziarie. Infatti, qualsiasi asset class dalle obbligazioni alle azioni ai certificati è una passività che fa capo ad un emittente; svolgendo un ruolo *super partes* di riserva monetaria il metallo giallo consente invece l'eliminazione pressoché totale del rischio di credito e quindi di controparte¹¹. Da ciò consegue che qualunque sia la propensione o avversione al rischio dell'investitore, l'oro si candida ad essere utilizzato come un investimento alternativo certamente valido nella diversificazione di portafoglio.

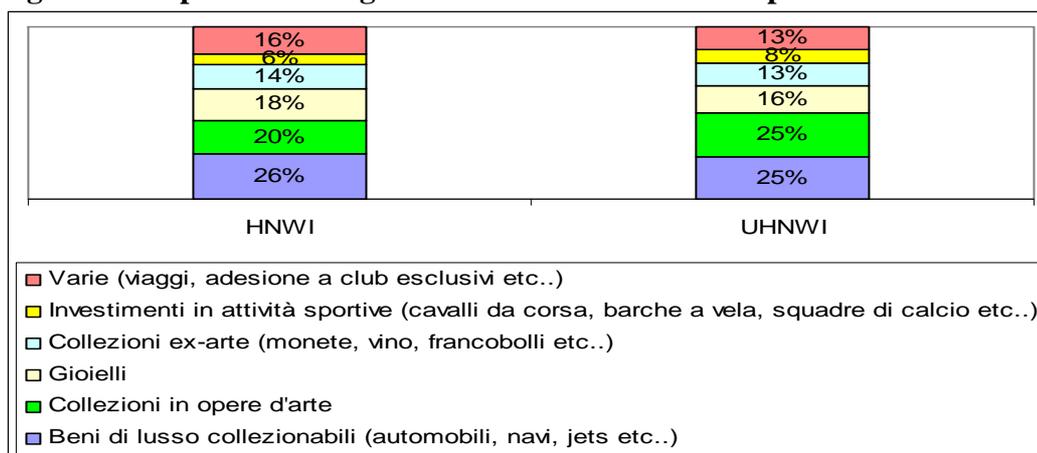
Come rappresentato nella figura 3 alla fine del 2006 fra gli "investimenti dettati dalla passione"¹² realizzati dai clienti facoltosi a livello mondiale, la componente "gioielleria" (all'interno della quale l'oro rappresenta circa il 70%¹³) ha un peso notevole nell'asset allocation strategica di portafoglio.

¹¹ Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 9

¹² "Investment of passion" è l'espressione utilizzata da Capgemini-Merrill Lynch nel *World Wealth Report 2007*, p. 11

¹³ Gold Fields Mineral Services Ltd, www.gfms.co.uk, Agosto 2007

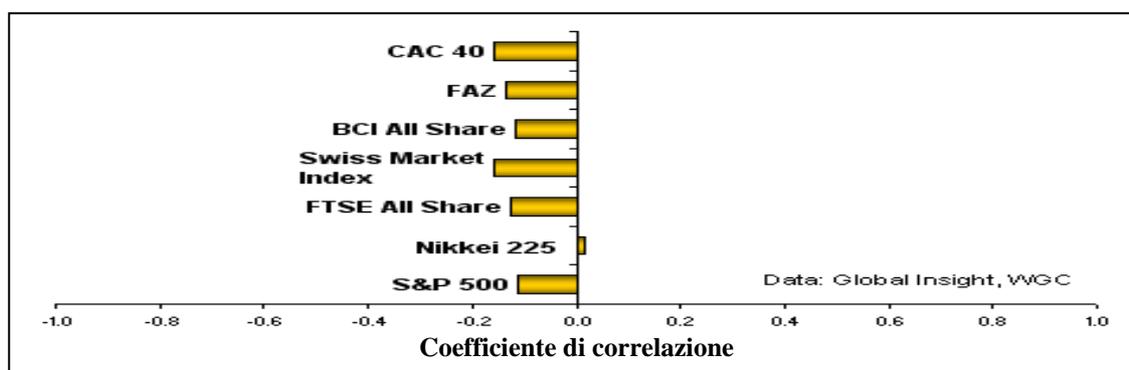
Figura 3 – Ripartizione degli “investimenti dettati dalla passione” nel 2006



Fonte: Nostra elaborazione su dati Capgemini, Merrill Lynch “World Wealth Report 2007”, p. 11-12

L’inserimento dell’oro fisico¹⁴ nella costruzione di portafogli consente di ottenere una maggiore solidità e persistenza delle performance nel tempo riuscendo a controbilanciare le incertezze che caratterizzano i mercati borsistici. Questo risultato è reso possibile dalle correlazioni non positive dell’andamento del valore del metallo giallo rispetto alle tradizionali asset class in qualsiasi contesto e situazione macroeconomica¹⁵.

Figura 4 – Correlazioni registrate fra i principali indici azionari mondiali e il prezzo dell’oro in USA dal 1989 al 2006



Fonte: www.gold.org, Global Insight, World Gold Council, Londra, Agosto 2007

Dall’esame della figura 4 si evince che, nel lungo termine¹⁶, confrontando il prezzo dell’oro con i principali mercati finanziari mondiali, si riscontrano correlazioni negative, seppure in maniera non perfetta, tranne che con l’indice Nikkei 225 per il quale si può parlare di una sostanziale situazione di indipendenza. Ciò consente di affermare che inserendo in un qualsiasi portafoglio finanziario un’adeguata percentuale di oro fisico si produce un effetto di diversificazione, giungendo ad una reale riduzione del rischio complessivo di portafoglio. Nel contempo, si ottiene una concreta persistenza della performance in funzione della capacità del prezioso metallo di mantenere un valore nel corso del tempo, caratteristica riconducibile al fatto di essere praticamente

¹⁴ In qualsiasi forma ed espressione, dal tradizionale lingotto, alle piastre, ai gioielli o alle forme di decoro e di arredo.

¹⁵ World Gold Council, www.gold.org

¹⁶ Nel breve periodo possono riscontrarsi delle correlazioni positive fra l’andamento dell’oro e i mercati finanziari.

indistruttibile, generando un fenomeno di riciclo tale da rendere la quantità immessa ex novo sul mercato in un certo periodo disponibile anche negli anni futuri.

Si stima¹⁷ che la richiesta di oro fisico per fini di investimento debba proseguire su un cammino di graduale crescita incentivata soprattutto da instabilità geopolitiche, incremento della domanda da parte dei nuovi ricchi (specialmente indiani, russi e cinesi), aumentata volatilità sui mercati finanziari, timori di crescita del tasso di inflazione, maggior sviluppo di mercati auriferi e di relativi canali distributivi, possibilità di trovare nel metallo giallo correlazioni negative con altri asset finanziari, atteggiamento positivo delle Banche Centrali nel voler mantenere l'oro come fonte di riserva monetaria¹⁸.

Nonostante i numerosi vantaggi riconosciuti e fin qui esaminati, non mancano ostacoli all'utilizzo ed inserimento dell'oro nei portafogli di investimento quali la poca informazione e conoscenza del relativo mercato da parte degli investitori, le eventuali difficoltà di smobilizzo e realizzo, l'incidenza dei costi di stoccaggio e di negoziazione sulla performance finale, nonché l'incidenza sul prezzo di fattori esogeni¹⁹ fra cui vanno annoverati le instabilità geopolitiche dei paesi estrattori, il livello d'inflazione, i rendimenti ottenibili da altre forme di investimento, le dimensioni del mercato dei contratti derivati, le dinamiche dei tassi di interesse.

2.2 – L'acquisto immobiliare diretto

L'investimento immobiliare diretto²⁰ era considerato in passato un antagonista del *private banking* in quanto determinava la sottrazione di disponibilità liquide a discapito di asset di tipo finanziario. Oggi invece la necessità di offrire una consulenza globale alla clientela *private*, unitamente alla richiesta di una maggiore stabilità dei portafogli, hanno portato a considerare tale tipologia di investimento in un'ottica di *wealth management*.

Per affrontare correttamente il tema dell'investimento diretto nel settore *real estate* occorre riconoscere una prima oggettiva difficoltà rappresentata dall'assenza di mercati regolamentati che comporta inevitabilmente una scarsa trasparenza delle dinamiche del prezzo dei beni immobili. Questo elemento, unitamente alla disomogeneità di beni che compongono il settore, amplifica notevolmente le difficoltà insite nel processo di catalogazione, perizia e raffronto²¹ anche infrasettoriale²² originando una molteplicità di

¹⁷ Si veda a tal proposito il lavoro di Levin E.J., Wright R.E., “*Short-run and long-run determinants of the price of gold*”, Research study n. 32, World Gold Council, Londra, giugno 2006 ed i reports del World Gold Council, www.gold.org

¹⁸ Nel 1999 il Central Bank Gold Agreement giunse a stabilire nuove limitazioni ai quantitativi in vendite delle riserve aurifere da parte delle Banche Centrali aderenti all'accordo le quali nel 2006 detenevano circa il 20% degli stock aurei

Fonte: World Gold Council – www.gold.org

¹⁹ Rossella Campanini, Filippo Cappio, “*Investire in oro*”, Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 34-35, Figura 1.9

²⁰ Riteniamo che l'acquisto dell'abitazione principale non può essere ascritto ad una scelta di investimento ma piuttosto alla risposta ad una lecita esigenza di sicurezza avvertita da qualunque fascia di clientela e per tale motivo escluso dalla trattazione in questa sede.

²¹ Sebbene potenzialmente simili sotto il profilo tipologico gli immobili non sono mai perfettamente comparabili; si pensi al caso di due appartamenti della stessa metratura, destinati ad ufficio ed entrambi situati nel centro di Milano in posizione di pregio. Sebbene comparabili, le due strutture non saranno mai identiche in termini di ubicazione, anche se fossero edificati nella stessa via, e di caratteristiche tecnico-costruttive.

Massimo Biasin, “*L'investimento immobiliare*”, Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 19

metodologie di valutazione riassunte nella successiva tabella 3²³. In essa si osserva come per tutte le metodologie presentate si ricorre ad analisi che richiedono una generica classificazione del mercato immobiliare effettuata con riferimento alle caratteristiche tipologiche dei beni oggetto di investimento. Così nella prassi si è soliti distinguere fra unità commerciali e residenziali sulla base dell'effettivo utilizzo o destinazione d'uso²⁴, ricomprendendovi anche i lotti di terreno.

Tabella 3 – Metodi di valutazione degli immobili

<i>Metodologia</i>	<i>Descrizione</i>
<i>Metodo comparativo</i>	Si basa sul confronto fra le proprietà oggetto di valutazione e altri beni con esse comparabili, recentemente scambiate o correntemente offerte sullo stesso mercato o su piazze simili e pertanto concorrenziali. Questo approccio richiede il sostenimento di costi per l'esecuzione di ricerche di mercato, per la verifica delle condizioni di vendita per procedere quindi al raffronto dei beni e giungere alla valutazione finale.
<i>Metodo del reddito o Discounted Cash Flow</i>	Si basa sull'attualizzazione di tutti i flussi di cassa che l'investitore si può attendere dalla proprietà immobiliare; questi a loro volta dipendono dal livello netto degli affitti che vengono scontati al tasso di rendimento richiesto ²⁵ . I canoni di affitto sono determinati dallo stato di conservazione e di manutenzione dello stabile e dalle condizioni del locale mercato immobiliare che sconta una molteplicità di fattori specifici primo fra i quali la localizzazione geografica che determina un primo importantissimo livello di segmentazione che può arrivare a dimensioni di rione o addirittura di quartiere. Anche questo tipo di approccio richiede lo svolgimento di ricerche di mercato, l'analisi dei contratti di locazione in corso, la determinazione delle spese a carico della proprietà ivi compresi gli eventuali costi di adeguamento oltre che la stima del tasso di attualizzazione desiderato.
<i>Metodo del costo</i>	Si basa sulla determinazione del prezzo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con uno nuovo avente le medesime caratteristiche e utilità della proprietà stessa; tale costo deve essere diminuito in considerazione di vari fattori quali il deterioramento fisico e l'obsolescenza.
<i>Metodo della trasformazione</i>	Si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa ottenibili da una diversa destinazione d'uso dell'immobile tenuto conto dell'inquadramento urbanistico, dell'analisi progettuale e di tutti i costi afferenti alla sua realizzazione e sviluppo, nonché la determinazione dell'arco di tempo stimato necessario per raggiungere il punto di break even.

Fonte: Nostra elaborazione su fonte Real Estate Advisory Group (REAG)

A livello globale nel 2006 la quota di asset investita direttamente in immobili da parte della clientela *private* risultava pari al 18% dell'intero patrimonio (cfr figura 5) con un incremento di circa il 38% rispetto al 2005²⁶.

²² Adriana Sala Campagnoli, "La gestione del patrimonio immobiliare", in a cura di Paola Musile Tanzi, "Manuale del Private Banker", seconda edizione, Egea, Milano, 1999, pag. 140

²³ Nei metodi di valutazione descritti non si tiene conto della fiscalità gravante sugli immobili in considerazione della eccessiva variabilità di applicazione legata a requisiti di soggettività dell'intestatario della proprietà.

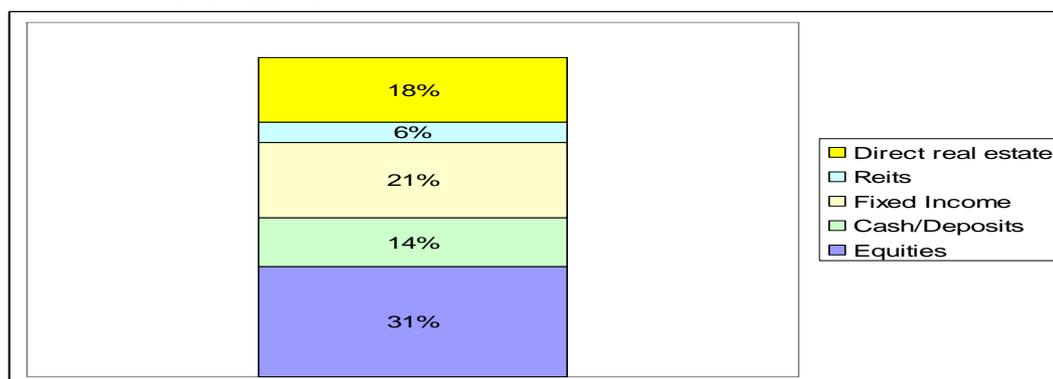
²⁴ Sulla base della tipologia dell'immobile, oltre che residenziale e commerciale, si può distinguere anche industriale e terziario. Una tassonomia più dettagliata può essere poi realizzata con riferimento specifico alla destinazione d'uso della proprietà che prevede la distinzione fra abitazioni, uffici, negozi, centri commerciali, hotel e fabbricati industriali a loro volta suddivisibili in capannoni e magazzini.

Federica Ielasi, "Identificazione e tassonomia dei rischi immobiliari", in a cura di Claudio Cacciamani, "Il rischio immobiliare", Egea, Milano, anno 2003, pag. 27

²⁵ Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 20-23

²⁶ Capgemini – Merrill Lynch, *World Wealth Report 2007*, p. 14

Figura 5 – Allocazione del patrimonio dei clienti *private* a livello globale nell'anno 2006

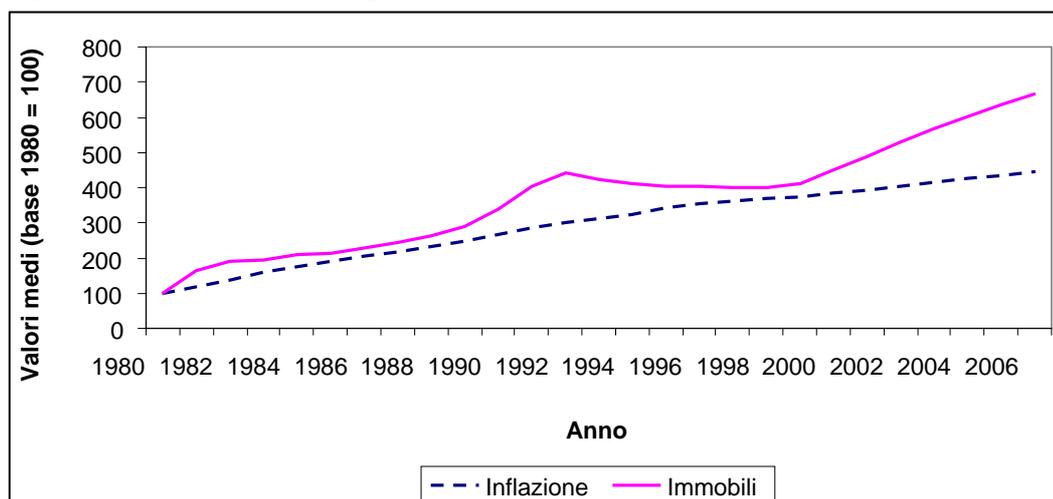


Fonte: Nostra elaborazione su dati Capgemini – Merrill Lynch “World Wealth Report 2007”, p. 14-15

Le motivazioni alla base di tale tendenza richiamano i vantaggi derivanti dall'investimento diretto nel *real estate*. La principale caratteristica tradizionalmente riconosciuta alle attività immobiliari, e che quindi ne giustifica l'inserimento in un portafoglio di investimento già diversificato in strumenti finanziari, risiede nella capacità di garantire una buona protezione dall'inflazione.

Sebbene il confronto sul tema sia reso difficoltoso dalla già accennata mancanza di un mercato ufficiale del *real estate*, l'evidenza empirica dimostra che il rendimento delle attività immobiliari è positivamente correlato con le variazioni del livello generale dei prezzi²⁷; ciò è verosimilmente una conseguenza della prassi di mercato di indicizzare parzialmente o totalmente i canoni di affitto all'inflazione²⁸. La successiva figura 6, relativa al mercato italiano, illustra la dinamica dell'andamento dei prezzi degli immobili fra il 1980 e il 2006, rilevandone una notevole crescita in termini reali²⁹.

Figura 6 – Andamento dei prezzi reali degli immobili in Italia (1980-2006)



Fonte: Nostra elaborazione su dati Nomisma e Scenari Immobiliari

²⁷ Si veda a tale proposito: R.G. Ibbston e L.B. Siegel, “Real estate returns: a comparison with other investment” in “AREUA Journal”, n. 12, pag. 3, 198;

R. Imperiale, “Real estate Investment trusts – New strategies for portfolio management”, John Wiley & Sons, anno 2002

²⁸ Massimo Biasin, “L'investimento immobiliare”, Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 65

²⁹ Si veda anche: Rodolfo Misitano, “I fondi immobiliari in Italia. Un'opportunità di investimento”, Milano, 6 giugno 2006, Convegno AIPB dal titolo “Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking”

Un'altra importante caratteristica riconosciuta ai beni immobili è quella di presentare una bassa correlazione positiva con le asset class finanziarie e quindi, se opportunamente inseriti in un portafoglio diversificato, consentono di ridurre il rischio complessivo. Riferendoci al mercato statunitense è infatti disponibile l'indice NCREIF che rappresenta l'investimento diretto in immobili e riflette i rendimenti di periodo delle proprietà immobiliari dei grandi investitori istituzionali gestite su base fiduciaria da operatori specializzati³⁰. La tabella 4 indica i valori dei coefficienti di correlazione calcolati nell'arco temporale 1978-2006 fra l'investimento immobiliare diretto (indice NCREIF) e il mercato azionario americano, rappresentato dallo S&P500, e le obbligazioni governative USA³¹ con scadenza 10 anni (UST10Y); dall'esame della medesima si evince che l'investimento real estate può produrre un'effettiva riduzione del rischio di portafoglio sulla base di valori di correlazione bassi.

Tabella 4 – Matrice delle correlazioni (1978-2006) fra investimento immobiliare diretto, azioni ed obbligazioni sul mercato statunitense

	<i>S&P 500</i>	<i>NCREIF</i>	<i>UST10Y</i>
<i>S&P 500</i>	1	0,21	0,23
<i>NCREIF</i>	0,21	1	0,05
<i>UST10Y</i>	0,23	0,05	1

Fonte: Property Performance Monitor

Nell'assumere la decisione di investire in immobili occorre tenere in considerazione alcuni rischi peculiari del settore, riassunti nella successiva tabella 5, nonché l'illiquidità e la scarsa divisibilità delle proprietà. Infatti, gli immobili vengono scambiati raramente e a intervalli irregolari in mercati a ricerca diretta altamente segmentati sia a livello tipologico che geografico. Ogni transazione presenta tempi lunghi di esecuzione e costi elevati anche a causa dell'asimmetria informativa esistente tra venditore e compratore. Questi elementi potrebbero determinare l'impossibilità di una vendita "immediata" e costringere l'investitore a detenere il bene in portafoglio per un periodo superiore a quello desiderato (c.d. *holding period*) oppure a cedere la proprietà ad un prezzo ribassato³². La non immediata e non gratuita, nonché non sempre fattibile, divisibilità degli immobili può porre il cliente *private* di fronte al problema della reperibilità della liquidità necessaria per sostenere l'investimento *tout court* con conseguente necessità di valutare, assieme al proprio *private banker*, anche soluzioni di indebitamento.

La gestione integrata³³ della componente immobiliare in un portafoglio multi-asset può essere scomposta nelle fasi rappresentate nella tabella 6 che fornisce una schematizzazione delle aree e dei servizi nei quali potrebbe essere richiesto l'intervento di una *private bank*. I beni immobili richiedono, infatti, necessariamente una gestione attiva per quanto attiene la decisione iniziale di acquisto (a livello logistico e tipologico), la loro amministrazione, la relativa manutenzione ordinaria e straordinaria, la ricerca degli affittuari nonché l'espletamento di tutti gli obblighi burocratici e

³⁰ Oltre all'indice NCREIF (*National Council of Real Estate Investment Fiduciaries*) è disponibile, sempre per il mercato statunitense, anche l'indice NAREIT (*National Association of Real Estate Investment Trusts*) che invece considera l'investimento immobiliare effettuato attraverso strumenti finanziari, fondi immobiliari in primis.

³¹ Per la parte obbligazionaria si è scelta volutamente la componente governativa per avere dati storici in termini di rischio-rendimento non inficiati da episodi di credit default.

³² Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 98-99

³³ Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 125-126

tributari; un'area di *business* che, come vedremo nel successivo paragrafo 4.1, le *private banks* italiane non hanno ancora sviluppato perdendo il presidio del cliente su una componente importante dell'*asset allocation*.

Tabella 5 – I rischi insiti nell'investimento immobiliare diretto

Tipologia di rischio	Descrizione
<i>Rischio property</i> ³⁴	Si riferisce all'esame di elementi oggettivi quali l'epoca di costruzione del fabbricato, la manutenzione e le eventuali opere di ristrutturazione eseguite nel tempo, l'attuale stato di conservazione, i materiali impiegati nella realizzazione nonché la dotazione impiantistica interna in quanto gli immobili sono soggetti ad un rapido deterioramento causato sia dall'inquinamento atmosferico sia dalle caratteristiche tecniche di costruzione. Inoltre è opportuno un accertamento sugli atti di provenienza dell'immobile in modo che il titolo di proprietà sia certo ed inequivocabile e che la descrizione del bene in atto pubblico corrisponda all'effettivo stato di fatto; sull'esistenza di eventuali limitazioni sotto forma di servitù, vincoli in termini di uso, o altri diritti reali che possono limitare e a volte svilire il diritto di proprietà medesimo; sulla rendita attribuita al bene che deve essere omogenea ad altre unità similari ³⁵ .
<i>Rischio locatario</i> ³⁶	Un investitore <i>private</i> potrebbe acquistare un immobile, sia esso ad uso residenziale che industriale/commerciale, tenendolo sfitto in attesa di una rivalutazione futura del suo valore ³⁷ oppure, più verosimilmente, locare la proprietà al fine di ottenerne un rendimento immediato ³⁸ in attesa di una plusvalenza maturanda nel tempo sul capitale investito. In questa seconda prospettiva la morosità o insolvenza del locatario possono compromettere la regolare riscossione del canone alterando la cadenza dei flussi finanziari in entrata ed avere ripercussioni a cascata sull' <i>asset allocation</i> del locatore.
<i>Rischio di contesto</i> ³⁹	Si riferisce ad una serie di fattori esogeni che possono influenzare il valore dell'immobile ed il relativo rendimento da locazione. Fra di essi particolare rilevanza assume il rango della città in cui l' <i>asset</i> è ubicato, la posizione dell'edificio all'interno del contesto urbano nonché le caratteristiche della domanda-offerta locale che a loro volta dipenderanno da una innumerevole quantità di esternalità quali, per esempio, la vicinanza al centro, la facilità di parcheggio, la prossimità ad aree commerciali, l'immediatezza delle vie di comunicazione, la presenza di aree verdi, progetti futuri nell'area.
<i>Fattore moda</i>	La moda può influenzare il prezzo degli immobili specialmente quelli ad uso residenziale. Un esempio sorprendente è fornito dal <i>loft</i> ⁴⁰ i cui prezzi a Milano, per esempio, sono saliti negli ultimi 4 anni in media di circa il 14%-15% in più rispetto al valore di mercato mediamente attribuito agli alloggi tradizionali. L'unico neo spesso troppo sottovalutato è che essendo un prodotto immobiliare "alla moda" non è detto che fra 10-15 anni sia ancora richiesto.

Fonte: Nostra elaborazione

³⁴ Federica Ielasi, "Identificazione e tassonomia dei rischi immobiliari", in a cura di Claudio Cacciamani, "Il rischio immobiliare", Egea, Milano, anno 2003, pag. 27

³⁵ Adriana Sala Campagnoli, "La gestione del patrimonio immobiliare", in a cura di Paola Musile Tanzi, "Manuale del Private Banker", seconda edizione, Egea, Milano, 1999, pag. 139-142

³⁶ Federica Ielasi, *op. cit.*, pag. 5-6

³⁷ Un simile comportamento è finanziariamente assimilabile all'acquisto di un titolo zero-coupon.

³⁸ Il canone di locazione è finanziariamente assimilabile al "rendimento cedolare lordo" di un titolo obbligazionario

³⁹ Federica Ielasi, *op. cit.*, pag. 27

⁴⁰ Solitamente i *loft* sono ricavati da vecchie autorimesse, falegnamerie, laboratori o fabbriche abbandonate. Per il fatto di avere una destinazione d'uso non residenziale, il costo dell'immobile originario è circa la metà rispetto a quello richiesto per le abitazioni ma gli interventi di ristrutturazione e adeguamento possono portare il costo finale dell'operazione ad essere superiore a quello di una normale abitazione.

Fonte: Scenari Immobiliari, Simona De Santis in *Plus* supplemento de *Il Sole 24 Ore* del 29 luglio 2006

Tabella 6 – Aree di offerta consulenziale nel settore real estate

<i>Valuation</i>	<i>Advisory & Investment</i>	<i>Property Consulting</i>	<i>Transaction Counseling</i>	<i>Counseling Service</i>
Implementazione di modelli di valutazione	1. Studi di fattibilità; 2. Assistenza urbanistica; 3. Portfolio management	1. Project management: ↳ supervisione dei lavori; ↳ direzione lavori; ↳ stato avanzamento lavori; ↳ gestione delle commesse 2. Due diligence: ↳ inventariazione; ↳ analisi congruità e ricerche ↳ rispetto della normativa vigente; ↳ determinazione dei costi di adeguamento 3. Building service: ↳ servizi catastali; ↳ servizi concessioni edilizie; ↳ servizi strutturali; ↳ servizi di ingegneria; ↳ servizi di rilievo	1. Collocamento sul mercato della proprietà immobiliare; 2. Assistenza e ricerca di soluzioni; 3. Rinegoziazione delle locazioni	1. Assistenza SGR in attività gestionale ed organizzativa; 2. Studio di nuovi prodotti finanziari in ambito immobiliare; 3. Ammissione alla quotazione dei fondi chiusi; 4. Global advisory sul portafoglio immobiliare

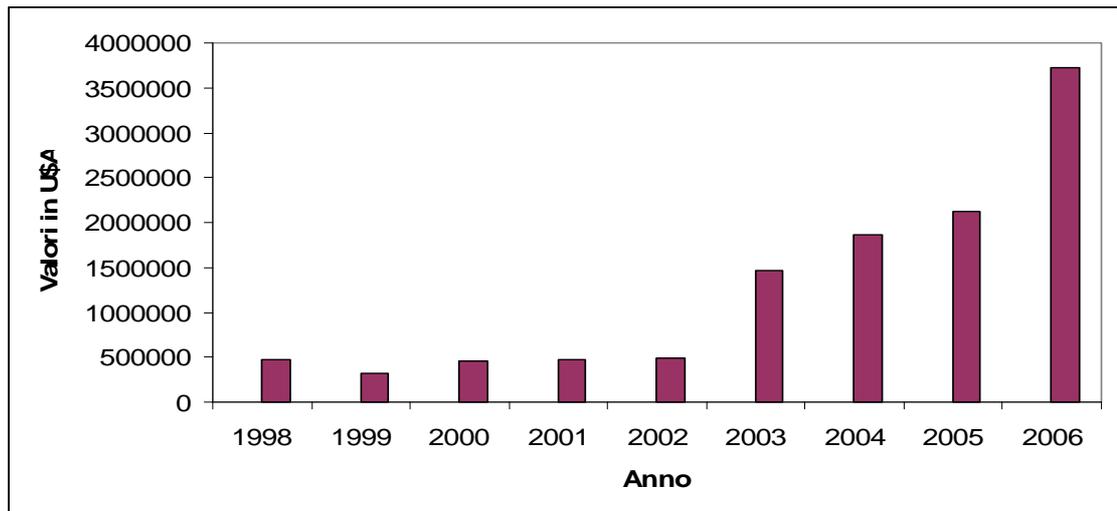
Fonte: Nostra elaborazione su dati Reag

2.3 – Il mondo dell’arte

La clientela *private* si rivolge al mondo dell’arte con sempre maggiore interesse⁴¹ nel tentativo di conciliare l’esigenza di realizzare un buon investimento con il desiderio di appagare il proprio senso estetico. La successiva figura 7, relativa al volume d’affari del mercato mondiale dell’arte negli ultimi 8 anni, dimostra un incremento nel 2006 del +75% rispetto all’anno precedente.

⁴¹ Si rimanda alla Figura 3 dalla quale emerge che nel 2006, a livello mondiale, una percentuale compresa fra il 20% e il 25% del patrimonio dei clienti private è stato destinato all’investimento in arte.

Figura 7 – Andamento del volume d'affari del mercato mondiale dell'arte (1998-2006)



Fonte: Artnet

La prima forma di acquisto che viene alla mente riferendosi al mercato dell'arte sono quadri e sculture ma le offerte degli operatori e gli interessi degli investitori si sono ultimamente decisamente ampliate. Accanto ai tradizionali dipinti, opere grafiche e sculture contemporanee, moderne, ottocentesche e antiche⁴², archeologia e arte tribale si aggiungono gioielli e orologi da collezione nonché mobili antichi, moderni e contemporanei, il settore dei tappeti e degli arredi d'epoca (bronzetti, ceramiche, argenti, vetri). Anche le più recenti espressioni artistiche di fine millennio iniziano ad avere mercato soprattutto fra i giovani collezionisti⁴³. Nell'affrontare il tema dell'investimento in arte non si può prescindere da alcune considerazioni in merito a questo specifico e particolarissimo quanto variegato e disomogeneo mercato che si presenta scarsamente trasparente e altamente illiquido. Le asimmetrie informative fra venditori ed acquirenti possono infatti creare ampie oscillazioni di prezzo; inoltre, la negoziazione di un'opera d'arte richiede notoriamente tempi lunghi e il sostenimento di costi particolarmente elevati⁴⁴.

L'acquisto di un'opera d'arte con finalità di investimento può essere assimilato, con un parallelismo finanziario, all'investimento in uno *zero coupon*⁴⁵ in quanto per entrambi il

⁴² Opere contemporanee: dagli anni '50 ai giorni nostri; moderne: dalle avanguardie del primo Novecento al secondo dopo guerra; ottocentesche: dal Neoclassicismo alle avanguardie del primo Novecento; antiche: dall'età medioevale al Neoclassicismo.

⁴³ Negli ultimi anni hanno assunto maggiore importanza il settore della fotografia d'autore, quello dei poster cinematografici e dei manifesti pubblicitari, i fotogrammi in celluloide (detti "cell") di celebri cartoni animati. Altro settore in crescita è quello dei "memorabilia" ossia oggetti feticcio dello sport e del rock, le automobili, le bambole e i giocattoli d'epoca, i costumi militari e i vestiti indossati dalle celebrità, gli strumenti scientifici e di meccanica di precisione, l'antiquariato nautico, senza tralasciare mobili e oggetti di design del '900.

⁴⁴ Le commissioni di vendita sono in media oscillanti attorno al 15% del prezzo mentre le commissioni di acquisto in media si attestano ad un valore non inferiore al 20% del valore di aggiudicazione.

Fonte: Bruschi Dott. Lorenzo – Vasaris

"I costi di consulenza da parte di esperti oscillano dai 300 ai 500 franchi svizzeri all'ora".

Fonte: Karl Schweitzer, responsabile settore art advisory UBS Zurigo, intervista rilasciata a *Patrimoni*, n. 80, pag. 34, supplemento de *Il Sole 24 Ore*, aprile 2006.

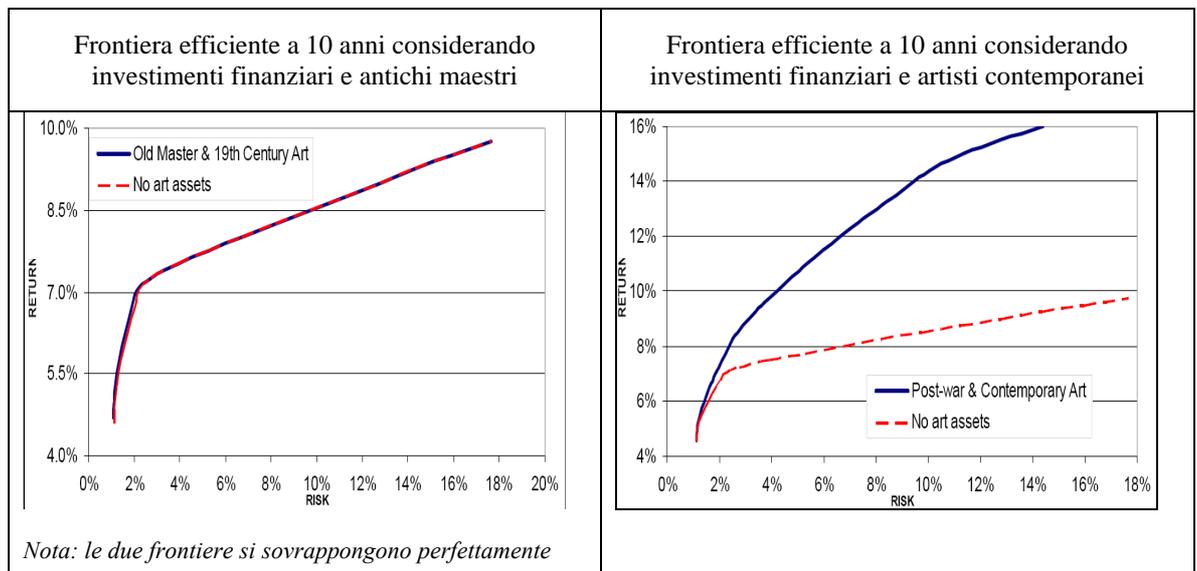
⁴⁵ Si potrebbe ipotizzare anche la possibilità per i collezionisti di affittare le proprie opere ad enti o istituzioni ricavandone un introito periodico; tuttavia il collezionista (mono artista o uniperiodale) non sembra seguire le logiche di diversificazione del portafoglio e pertanto non lo si tiene in considerazione nel nostro lavoro.

rendimento complessivo deriva dalla differenza fra il valore di realizzo e il prezzo inizialmente sostenuto che solitamente risulta positiva in un'ottica di lungo termine. La mancata generazione periodica di flussi monetari è senza dubbio compensata dall'unicità dell'opera e dal cosiddetto “*dividendo estetico*”, intendendo il piacere e l'appagamento personale che deriva dall'acquisto di un bene connotato da una forte valenza simbolica e da un evidente valore decorativo. L'eterogeneità e la varietà del mercato nonché le implicazioni estetiche soggettive, impattano sul prezzo a tal punto da poter affermare che la valutazione di un'opera d'arte non sarà mai una scienza esatta.

All'interno del mondo dell'arte la principale segmentazione realizzabile si basa sul periodo di datazione dell'opera distinguendo fra *antichi maestri*, *XIX secolo*, *primo novecento* e *arte contemporanea*⁴⁶. Questa classificazione risulta essere estremamente interessante se analizzata in termini di rischio sopportabile da un investitore; il segmento dell'arte antica è infatti caratterizzato da scarsa volatilità, determinata principalmente dal fatto che domanda e offerta sono limitate e i prezzi risultano consolidati, mentre all'arte contemporanea è associata una funzione speculativa. A queste conclusioni si è giunti partendo dall'osservazione delle dinamiche dei prezzi registrati nelle banche dati relative alle aggiudicazioni in asta bandite da Christie's e Sotheby's dalle quali si sono costruiti importanti benchmark del mercato dell'arte quali il Mei/Moses All Art Index⁴⁷.

A supporto dell'affermazione che l'investimento in arte contemporanea richiede una maggiore propensione al rischio dell'investitore si esamina la successiva figura 8. In essa sono rappresentate le frontiere efficienti costruite con un *holding period* di 10 anni, considerando solo asset class finanziarie (*no art assets*) e abbinandovi rispettivamente il segmento degli antichi maestri e dei contemporanei. Considerando quest'ultima asset class la frontiera efficiente risulta particolarmente alta e ripida rispetto a tutte le altre della figura, sintomatica di un implicito maggiore livello di rischio sostenibile.

Figura 8 – Confronto fra frontiere efficienti a 10 anni considerando l'investimento in arte



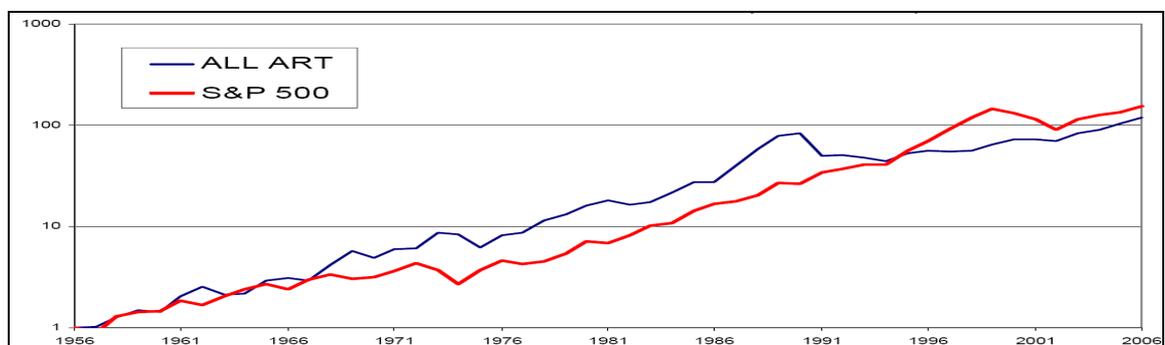
Fonte: Beautiful Asset Advisor

⁴⁶ www.gabrius.com

⁴⁷ Creato da Jiangping Mei e Michael Moses della New York University's Stern School of Business, l'indice confronta il prezzo originario di compravendita con il valore di realizzo più recente registrato da Christie's e Sotheby's a New York calcolandone una performance media.

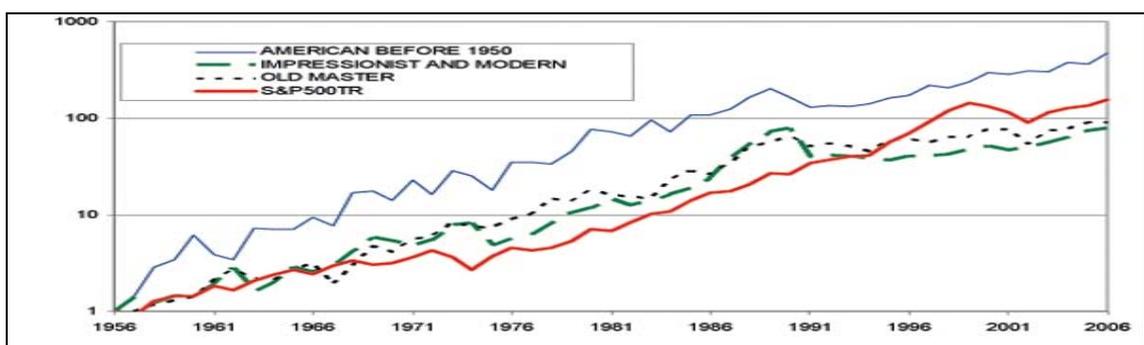
La costruzione di indici dell'arte consente di effettuare coerenti confronti con i benchmark rappresentativi dei mercati finanziari quali lo S&P 500 come rappresentato nella figura 9 dal cui esame si evince che il rendimento medio annuo del Mei Moses All Art Index su un arco temporale di 50 anni (1956-2006) è stato pari all'incirca al 10,5% non molto distante da quello fatto registrare per lo stesso periodo dallo S&P 500 (10,9%)⁴⁸. A tale risultato hanno contribuito i vari segmenti nei quali può essere scomposto l'All Art Index con le rispettive performance che sono riprodotte nella successiva figura 10, dalla cui osservazione si introduce l'idea che esista una correlazione positiva fra l'andamento del mercato finanziario e quello dell'arte. Ciò è in parte vero in quanto la domanda del secondo è spesso alimentata dalla ricchezza che è fortemente influenzata dall'andamento delle borse: pertanto, in una situazione di rallentamento o decremento dei mercati azionari, alcune categorie di compratori "scomparebbero", con ripercussione sui prezzi delle opere d'arte.

Figura 9 – Andamento storico degli ultimi 50 anni dello S&P 500 e del Mei Moses All Art Index



Fonte: Mei MosesTM Family of Fine Art Indices

Figura 10 – Dinamiche di confronto fra S&P500 e segmenti del Mei Moses All Art Index nel periodo 1956-2006



Fonte: Mei MosesTM Family of Fine Art Indices

Dall'esame della successiva tabella 7 che riporta i coefficienti di correlazione esistenti fra l'indice globale del mercato dell'arte, i principali indici finanziari e l'oro, si può concludere che la presenza di valori tendenti allo zero e addirittura negativi, giustifica l'investimento in arte allo scopo di operare un buon processo di diversificazione con positive ripercussioni sulla riduzione del rischio complessivo di portafoglio.

⁴⁸ Daniel Gross, "Is art a good investment?", *Paiting for Profit*, 21 giugno 2006, disponibile sul sito www.slate.com

Tabella 7 – Coefficienti di correlazione fra Mei Moses All Art Index, principali benchmark finanziari e oro (dal 1956 al 2006)

	<i>S&P 500</i>	<i>ALL ART</i>	<i>UST10Y</i>	<i>GOLD</i>
<i>S&P 500</i>	1	0,02	-0,08	-0,21
<i>ALL ART</i>	0,02	1	-0,17	0,11
<i>UST10Y</i>	-0,08	-0,17	1	N/A
<i>GOLD</i>	-0,21	0,11	N/A	1

Fonte: *Beautiful Asset Advisors*

E' evidente come in un mercato così variegato e disomogeneo la possibilità di incorrere in falsi o contraffazioni sia molto elevata; all'investitore è pertanto richiesta una conoscenza personale molto approfondita del settore o, in alternativa, la necessità di ricorrere alla consulenza di esperti con il conseguente sostenimento di un ulteriore costo da aggiungersi agli altri innumerevoli che gravitano attorno al mondo dell'arte quali per esempio l'assicurativo, la custodia, la salvaguardia e la conservazione nel tempo; elementi che richiedono allo stesso modo l'implementazione di decisioni che non sempre sono immediate o facilmente ed economicamente realizzabili.

2.4 – Il settore vinicolo

Un investimento alternativo che negli ultimi tempi sta assumendo una crescente importanza⁴⁹ è rappresentato dall'acquisto di bottiglie di vino "di lusso". Ancora una volta si è di fronte ad un mercato, quello vinicolo, assolutamente variegato e disomogeneo nel quale la determinazione del prezzo dipende fortemente dalla domanda e dall'offerta. Mentre la prima è influenzata oltre che dalla prospettiva di una performance positiva anche dal desiderio di appagare i sensi del gusto, dell'olfatto e della vista, la seconda è influenzata essenzialmente da un elemento assolutamente esogeno per definizione ovvero le condizioni climatico/atmosferiche. Le bottiglie di vino da investimento sono inoltre esemplari unici, oggetto di aste alla stregua delle opere d'arte presso Christie's o Sotheby's. All'interno delle varie etichette gli esperti ne distinguono alcune assimilabili alle "blue chip" del mercato azionario; si tratta di quei vini per i quali si è assistito nel tempo ad una vertiginosa crescita del prezzo determinata da un'offerta già in origine limitata e che, con il trascorrere degli anni, tenderà ad assottigliarsi ulteriormente⁵⁰. Così come per altre forme di acquisto non finanziario, l'investimento in vino non produce un periodico rendimento all'acquirente, pertanto la speranza e l'ottica dell'investitore è di un apprezzamento di valore nel tempo che talora può superare anche i 50 anni⁵¹. Un orizzonte temporale certamente lungo, che trova ulteriore spiegazione nel fatto che i vini invecchiando migliorano, divenendo più corposi. Contemporaneamente, è però necessario tener presente uno dei rischi più insidiosi per l'investitore, ovvero la possibilità che il vino diventi imbevibile, vanificando così l'investimento. Da qui la necessità di provvedere allo stoccaggio in un luogo ideale, pressoché perfetto in termini di luce, umidità e rumorosità per non alterarne le caratteristiche fisico/organolettiche e di tannino.

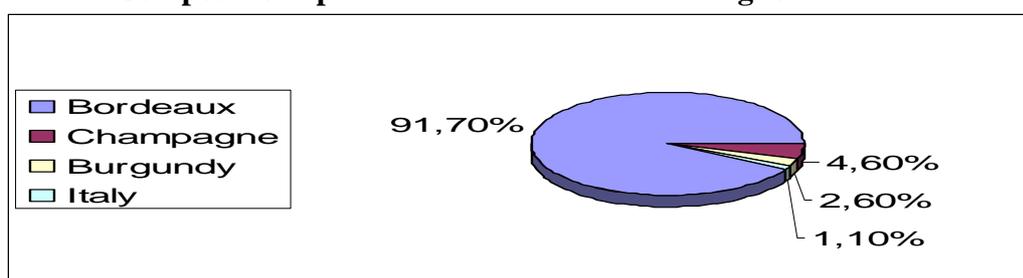
⁴⁹ Si rimanda alla Figura 3

⁵⁰ Peter Lunzer, Director and Wine Adviser, The wine investment fund

⁵¹ Anthony Maxwell in "A ratfer liquid investment" interview by Sarah Turner, 31 luglio 2006

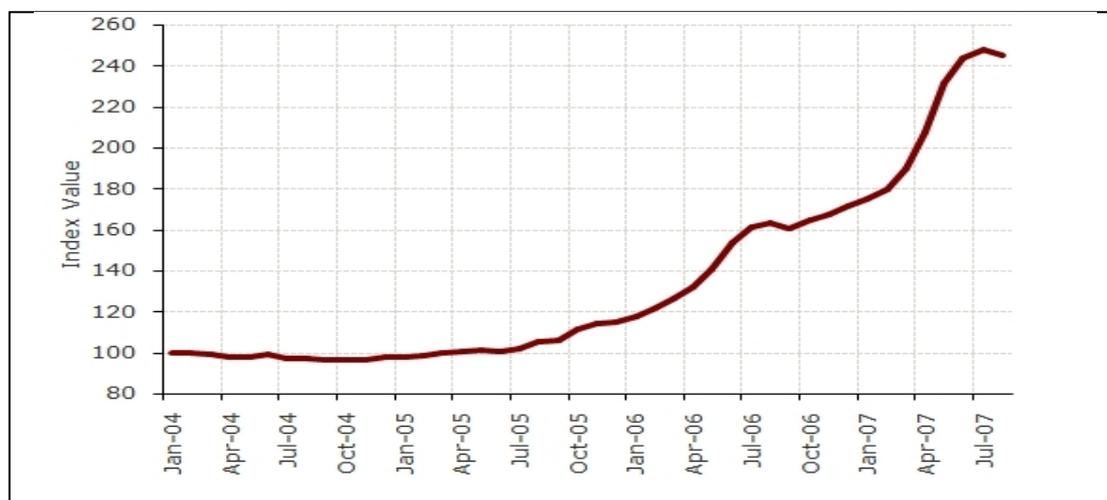
In anni relativamente recenti si è cercato di costruire degli indicatori che potessero misurare e monitorare le dinamiche del vino da investimento in termini di rischio-rendimento. Mediobanca ha realizzato un benchmark mondiale del vino di tipo finanziario prendendo in considerazione i prezzi di società vinicole quotate nelle borse internazionali⁵² mentre il *London International Vintage Exchange (Liv-ex)*⁵³ ha ideato due indici⁵⁴, che meglio si prestano al nostro scopo, aventi ad oggetto le contrattazioni dirette delle bottiglie di vino pregiato. In particolare, il Liv-ex 100, che considera i prezzi di vini prodotti nelle zone Champagne, Italia, Bordeaux e Burgundy con pesi percentuali diversi, come riportato nella figura 11, evidenzia che dal gennaio 2004 al luglio 2007 l'indice si è incrementato di circa il 45% annuo (cfr. figura 12); una crescita sicuramente ragguardevole, determinata da un'offerta limitata abbinata principalmente all'incremento della domanda proveniente da nuovi investitori, soprattutto russi e cinesi.

Figura 11 – Composizione percentuale del Liv-ex 100 a luglio 2007



Fonte: www.liv-ex.com

Figura 12 – Andamento del Liv-ex 100 dal gennaio 2004 al luglio 2007



Fonte: www.liv-ex.com

⁵² L'indice mondiale dei vini realizzato da Mediobanca considera 48 titoli rappresentanti 42 emittenti e 12 Paesi fra i quali non figura l'Italia. I criteri di selezione adottati sono: una sufficiente specializzazione in un segmento della filiera produttiva, impegno gestionale diretto, almeno 6 mesi di quotazione e trattazione dei titoli in un mercato regolamentato. Fonte: www.mbres.it

⁵³ E' una piattaforma elettronica per il commercio di vino da investimento, operativa dal luglio 2000.

⁵⁴ Vengono calcolati e monitorati l'andamento del Liv-ex 100 e del Liv-ex 500 riferiti rispettivamente ai primi 100 e 500 vini di pregio trattati sul mercato

Dalla considerazione che investire in vino richiede un *holding period* sicuramente pluriennale si desume che le operazioni di trading siano particolarmente limitate, rendendo pertanto il mercato poco volatile e caratterizzato da basse correlazioni (cfr tabella 8) con le altre *asset classes* fin qui esaminate, cosicché l’inserimento in portafogli già diversificati ne produce una riduzione del rischio complessivo⁵⁵.

Tabella 8 – Coefficienti di correlazione fra principali benchmark finanziari, arte, oro, immobili e Live-ex 100 (dal 2001 al 2006)

	<i>S&P 500</i>	<i>ALL ART</i>	<i>UST10Y</i>	<i>NCREIF</i>	<i>LIV-EX 100</i>	<i>GOLD</i>
<i>S&P 500</i>	1	0,02	-0,08	0,30	0,05	-0,21
<i>ALL ART</i>	0,02	1	-0,17	0	0	0,11
<i>UST10Y</i>	-0,08	-0,17	1	0	0	0
<i>NCREIF</i>	0,30	0	0	1	0	0,1
<i>LIV-EX 100</i>	0,05	0	0	0	1	0
<i>GOLD</i>	-0,21	0,11	0	0,1	0	1

Fonte: Nostra elaborazione

2.5 – I diamanti

In considerazione delle sue caratteristiche fisiche e del valore riconosciuto rispetto alle sue dimensioni⁵⁶ il diamante può essere definito la valuta “più dura” del mondo. Un primo importante e positivo aspetto che giustifica l’investimento fisico in diamanti risiede nell’esistenza di mercati trasparenti e regolamentati fra i quali, i più importanti e famosi sono rappresentati dalle borse di Anversa, Londra e New York. Dall’esame dei dati storici si giunge a calcolare che il valore dei diamanti grezzi negli ultimi 35 anni è cresciuto in media del 10% annuo. Nella figura 13 è rappresentato l’andamento medio globale del prezzo dei diamanti dal 1996 al 2006, confrontato con la dinamica dell’inflazione: se ne ricava una crescita pressoché costante, senza eccessiva volatilità, del valore della pietra preziosa che ha consentito nel tempo di conservare il proprio potere di acquisto.

Tuttavia è essenziale tenere in considerazione che non tutti i diamanti sono validi per fini di investimento; è infatti necessario effettuare una scelta accurata sulla base delle caratteristiche che la pietra deve possedere, riassunte dagli esperti⁵⁷ nelle cosiddette “5 C”: *Color* (colore), *Clarity* (purezza), *Cut* (taglio), *Carat* (peso) e *Certificate* (certificato)⁵⁸.

La caratteristica certamente più importante del diamante è senz’altro il colore dato che il prezzo viene stabilito principalmente in base alla luce della pietra. Le sfumature sono le più svariate ma per un diamante da investimento è bene non scendere al di sotto del

⁵⁵ Andrew Davidson, investment manager for the Vintage Wine Fund

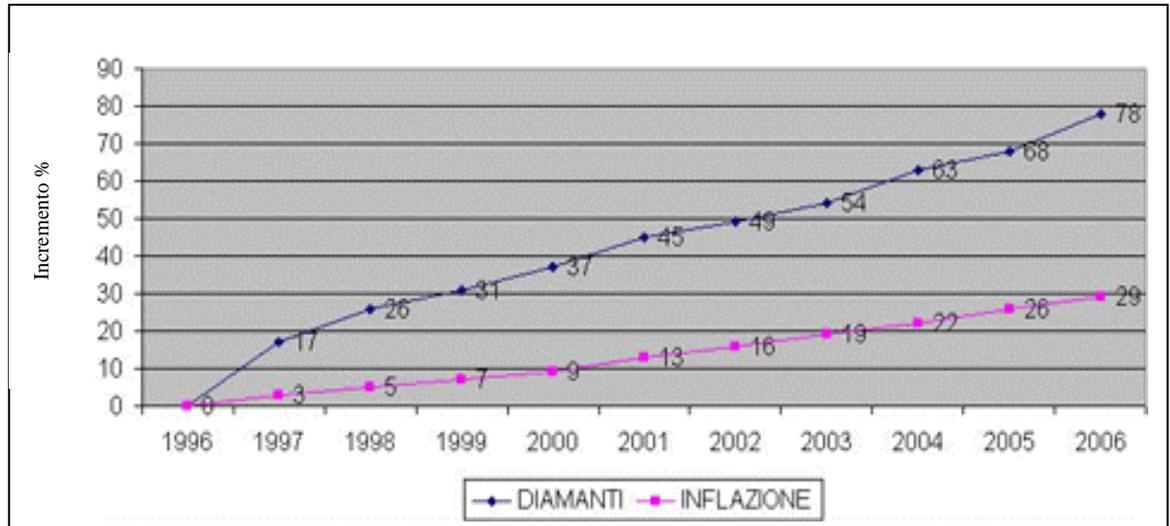
⁵⁶ Investment Diamond Centre di Londra, www.idclondon.com

⁵⁷ La classificazione internazionale dei diamanti è stabilita dalla World Federation of Diamond Bourse (WFDB) e dalla International Diamond Manufacturers Association (IDIMA) disponibile sul sito www.idb.it

⁵⁸ Solo il 20% dei diamanti estratti viene tagliato a gemma e solo l’1-1,5% ha le caratteristiche del diamante da investimento; www.davisgioielli.com

bianco con lievi tonalità⁵⁹. Il peso dei diamanti è dichiarato in carati⁶⁰ e la quotazione avviene per centesimo di carato.

Figura 13 – Andamento del valore dei diamanti e dell'inflazione nel periodo 1996-2006 su base mondiale



Fonte: Investment Diamond Center London

Il grado di purezza viene misurato dalla presenza/assenza di imperfezioni interne nella pietra⁶¹ e, secondo le direttive internazionali, soltanto la sfaccettatura 8-simmetrica da brillante con 57 faccette (taglio rotondo) possiede riconoscimento mondiale⁶². Tutti i diamanti da investimento devono essere accompagnati da un certificato di garanzia universalmente riconosciuto il quale non aumenta il valore della pietra ma tutela il consumatore poiché ne conferma l'autenticità e le caratteristiche specifiche. Benché siano numerosi gli istituti gemmologi che rilasciano certificazioni, quelli riconosciuti a livello mondiale⁶³ operano in maniera assolutamente neutrale e non essendo legati ad attività di compra-vendita, procedono ad una valutazione del diamante rispettando le direttive internazionali, garantiscono e rispondono della veridicità delle dichiarazioni riportate sul certificato. La presenza di documentazione ufficiale risulta inoltre indispensabile ai fini assicurativi per un corretto calcolo del premio, nonché per un'eventuale richiesta di rimborso danni.

⁵⁹ La gamma di tonalità dei diamanti spazia dalle più singolari come il rosa, il violetto e l'azzurro a quelle più comuni quali il paglierino e il giallo. La classificazione internazionale stabilita dalla *World Federation of Diamond Bourse (WFDB)* e dalla *International Diamond Manufacturers Association (IDIMA)* prevede una scala decrescente che va dalla lettera "D" (bianco o azzurro eccezionale) alla "Z". Un diamante da investimento non dovrebbe mai scendere, in tale classificazione, al di sotto della lettera "I".

Fonte: www.idb.it

⁶⁰ Ogni carato corrisponde a 0,200 grammi

⁶¹ Tale caratteristica può essere stabilita soltanto con un ingrandimento dieci volte maggiore della pietra originale. Per diamanti da investimento dovrebbero essere acquistate solamente pietre con altissimo grado di purezza, cioè IF (purezza di lente), VVS/1-VVS/2 (con incluse minime impurità) e VS/1-VS/2 (con poche impurità) – www.idb.it

⁶² Le proporzioni e la simmetria devono essere comprese tra Very Good-Very Good e Good-Good www.idb.it

⁶³ Tre sono gli istituti riconosciuti a livello internazionale ovvero l'IGI (International Gemmological Institute di Anversa), l'HRD (Hoge Raad Voor Diamant di Anversa) e il GIA (Gemmological Institute of America con sede principale in California).

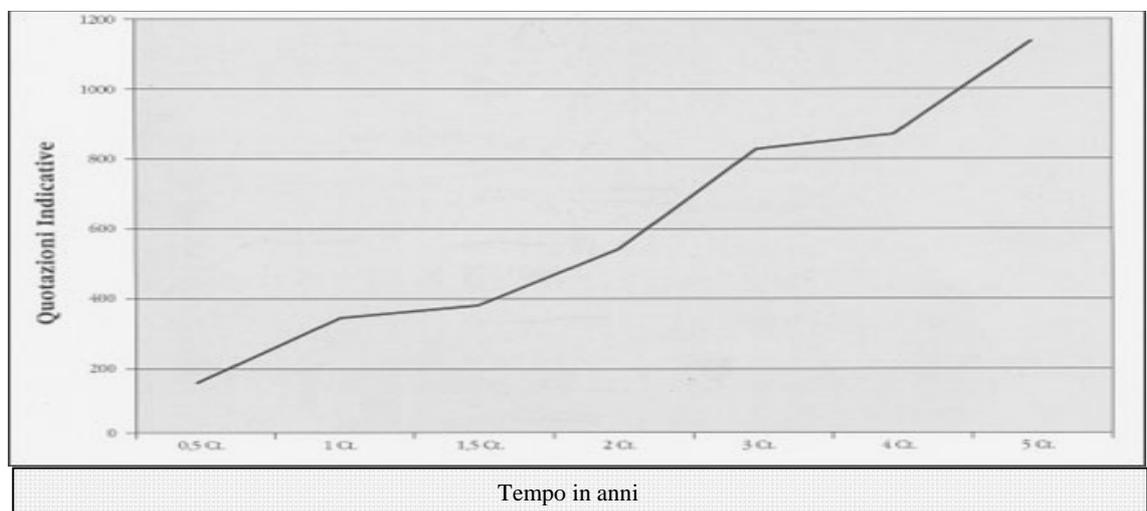
Un diamante che rientri nella definizione “da investimento” presenta dinamiche di valore indipendente (cfr tabella 9) rispetto agli andamenti di qualsiasi altra asset class, in conseguenza diretta della struttura del mercato di riferimento che vede come operatore principale la De Beers Consolidated Mines Ltd. Essa, infatti, per il tramite di due società controllate⁶⁴, detiene una quota pari al 75% degli scambi mondiali di diamanti riuscendo a mantenere pressoché costante l’ascesa del valore delle pietre preziose abbinata ad una bassa volatilità (cfr. figura 14), estraendo e vendendo quantità contingentate a seconda delle differenti situazioni macroeconomiche e potenzialità della domanda.

Tabella 9 – Coefficienti di correlazione fra principali benchmark finanziari, arte, oro, immobili, Live-ex 100 e diamanti (dal 2001 al 2006)

	<i>S&P 500</i>	<i>ALL ART</i>	<i>UST10Y</i>	<i>NCREIF</i>	<i>LIV-EX 100</i>	<i>DIAMOND</i>	<i>GOLD</i>
<i>S&P 500</i>	1	0,02	-0,08	0,30	0	0	-0,21
<i>ALL ART</i>	0,02	1	-0,17	0	0	0	0,11
<i>UST10Y</i>	-0,08	-0,17	1	0	0	0	0
<i>NCREIF</i>	0,30	0	0	1	0	0	0,1
<i>LIV-EX 100</i>	0	0	0	0	1	0	0
<i>DIAMOND</i>	0	0	0	0	0	1	0
<i>GOLD</i>	-0,21	0,11	0	0,1	0	0	1

Fonte: Nostra elaborazione

Figura 14 – Andamento medio in USA del prezzo dei diamanti colore River D (Extra bianco eccezionale +), di purezza IF (assolutamente puro senza alcuna inclusione, ingrandito 10 volte), taglio vg vg (very good-very good), di 1 carato



Fonte: De Beers

⁶⁴ La Diamond Producers Association (DPA) e la Central Selling Organization (CSO).

3 – *Aspetti di criticità nell'investimento in beni non finanziari*

Le tematiche affrontate nei paragrafi precedenti portano alla luce un insieme di opportunità di investimento non tradizionali che possono essere offerte ai clienti *private* ai fini di una valida diversificazione di portafoglio. Questa finalità richiede tuttavia un approccio metodologico analogo a quello utilizzato per gli strumenti finanziari.

La particolarità dell'investimento non finanziario presuppone, quindi, che la banca *private* sia in grado di offrire specifici servizi in primis quello di *global custody*, già prestato di default per gli asset finanziari, inteso come custodia e conservazione dei beni quali per esempio l'oro, i diamanti, le opere d'arte o il vino, abbinandovi, nel contempo un supporto consulenziale in tema assicurativo. Tale servizio non è tuttavia completo se non affiancato da un valido monitoraggio delle dinamiche dei rischi e delle performance nel tempo, nonché dalla contestuale reportistica che consenta di avere una visione unitaria del patrimonio.

Per tutti gli investimenti diretti in beni fisici emerge una componente di rischio specifico particolarmente elevata e difficile sia da valutare che da eliminare perché direttamente influenzata da innumerevoli fattori esogeni. Infatti, mentre gli investimenti in azioni, obbligazioni e liquidità continuano a rappresentare la componente *core* di ogni portafoglio d'investimento (seppure attraverso prodotti sempre più complessi e strutturati), gli investimenti in arte, in vino ma anche in oro e in immobili risultano fortemente condizionati da fattori di moda che non sono sempre oggettivamente, qualitativamente e quantitativamente prevedibili a priori. In secondo luogo nella valutazione di un bene fisico del quale è possibile il possesso materiale (situazione non identificabile con riferimento agli asset finanziari) può avere un'influenza determinante, e talvolta fuorviante, l'affettività all'oggetto, portando a sovrastimarne l'effettivo valore che invece intrinsecamente non possiede o che il mercato non gli attribuisce. Questo aspetto è a sua volta insito e per certi versi amplificato, nel meccanismo medesimo dell'asta⁶⁵ che attraverso la progressione al rialzo spinge gli individui ad attribuire un valore non tanto al bene di per sé ma spesso al desiderio di possederlo. Questo è un aspetto psicologico molto importante e che ha rilevanti ripercussioni sul prezzo.

Rimanendo in tema di valutazioni, un elemento importante da considerare è l'errore che potrebbe esser commesso dagli esperti. Così come è ravvisabile uno sbaglio da parte di un analista o di un gestore, supportati da numerosi strumenti statistici e potenti software di analisi, allo stesso modo un esperto potrebbe incappare in abbagli o sviste giustificati ancora una volta dall'inesistenza di un mercato regolamentato omogeneo; i falsi d'autore, con riferimento all'arte, sono innumerevoli e talvolta di ottima imitazione; le truffe nel campo immobiliare sono all'ordine del giorno; un oggetto o un manufatto non sempre è facilmente ed immediatamente databile o collocabile in un'epoca storica in quanto l'artista potrebbe essersi ispirato da un'epoca precedente o aver copiato una realizzazione preesistente. Allo stesso modo, l'analisi in termini di efficienza dell'introduzione di un bene fisico in un portafoglio diversificato ne richiede il calcolo della relativa volatilità, la quale è calcolabile solo avendo a disposizione una serie di dati ufficiali che spesso sono assenti per i beni non finanziari; anche il rifarsi a tal fine ai soli mercati delle aste non aiuta, in quanto rappresentano solo una parte, forse la più marginale, di un mercato molto più ampio e variegato. E' anche per questo motivo che a tutt'oggi non esiste un software di asset allocation che contempi in maniera aggregativa tutti i beni fisici trattati nel presente lavoro insieme con le attività finanziarie.

⁶⁵ Il mezzo più frequentemente utilizzato per l'acquisto di un bene non finanziario e le cui determinazioni di prezzo sono prese a riferimento per i calcoli delle volatilità di molti asset fisici.

Alla stessa stregua dell'investimento finanziario che, soprattutto se azionario, deve essere considerato e valutato in un'ottica di lungo periodo, il trascorrere del tempo assume per gli asset esaminati nel presente lavoro una connotazione positiva, riscontrabile nella prospettiva attesa crescita di valore del bene, e contemporaneamente una negativa, identificabile nell'usura, deturpazione e alterazione dello stato di conservazione, con la conseguente necessità di intervenire prontamente con gli accorgimenti più opportuni al fine di non comprometterne non solo l'incremento futuro del valore ma persino l'investimento inizialmente sostenuto. La presenza di questi elementi di criticità spinge a ritenere necessario avvicinarsi ad un investimento non finanziario in maniera il più possibile razionale, ovvero in ottica di diversificazione, anche in considerazione dell'impegnativo esborso monetario richiesto.

4 – Modelli e metodologie di offerta consulenziale in tema di beni non finanziari nella costruzione dei portafogli efficienti: un'analisi del mercato italiano

4.1 – La value proposition non finanziaria nel private banking: i risultati di un'indagine

Nel corso del 2007 abbiamo condotto un'indagine tendente a verificare l'utilizzo, effettivo o potenziale, di attività non finanziarie nella costruzione dei portafogli di clienti facoltosi. Al campione, costituito da 33 *private banks*⁶⁶ operanti in Italia attraverso succursali, sportelli e/o reti di promotori finanziari, è stato somministrato un questionario appositamente predisposto, sostanzialmente scomponibile in tre principali gruppi di domande⁶⁷ a risposta multipla al fine di rendere oggettivi i dati raccolti.

⁶⁶ Il campione di indagine è costituito da:

- Banche dedicate al *private banking*: Banca Albertini Syz & C.; Banca Ersel; Banca Esperia; Banca Finnat; Banca Intermobiliare BIM; Banca Profilo; Credit Suisse Italia; Edmond De Rothschild; Européenne de Gestion Privée; Global Wealth Management; Schroders; UBS Italia.
- Banche specializzate nel *private banking* appartenenti ad un gruppo: Banca Aletti; Banca del Gottardo Italia; Capitalia Private Banking; Banca Euromobiliare; Banca Fideuram; Banca Intesa Private Banking; Banca Monte dei Paschi di Siena Private Banking; Intesa-San Paolo Private Banking; Unicredit Private Banking.
- Intermediari che utilizzano divisioni interne in ambito *private*: Banca Generali-BSI; Banca Leonardo; Banca Lombarda; BNP Paribas-BNL; Banca Popolare di Milano Private Banking; Banca Popolare di Vicenza; Banco Popolare; Banca Sella; Citibank Italia; Credem; Deutsche Bank Italia; Kairos Partner SGR;

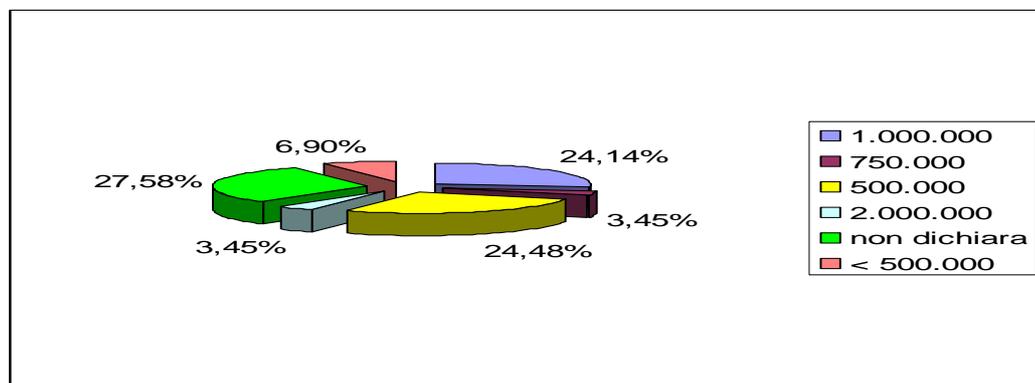
⁶⁷ Le prime domande, di carattere generale e prettamente di stampo cognitivo, mirano principalmente a verificare le soglie patrimoniali utilizzate dalle banche per definire la clientela *private* e se in tale discriminante si tiene conto anche degli asset fisici. Segue un gruppo di domande volte a determinare se è preventivabile una percentuale prestabilita o un ammontare forfetario del patrimonio da destinarsi alla componente non finanziaria di un portafoglio, e quali asset possono o potranno essere negoziati per il tramite della banca dai propri clienti *private*. Abbiamo quindi scomposto l'attività di consulenza non finanziaria in sei fasi sequenziali definite "*individuazione strategica del bene*", "*stima o perizia*", "*valutazione del rischio*", "*decisione di acquisto*", "*monitoraggio durante il periodo di possesso*" e "*decisione di vendita*" allo scopo di verificarne la possibilità di espletamento internamente ("in") oppure in outsourcing ("out"). Inoltre, abbiamo voluto sondare l'importanza attribuita dagli interpellati al coinvolgimento emotivo del cliente (hobbies, interessi) nell'assumere la decisione di acquistare un bene fisico piuttosto che un valore mobiliare. Attraverso la terza griglia di domande, poi, si analizza il procedimento adottato o ritenuto più corretto per la valutazione e il calcolo del rischio derivante dall'investimento in un bene non finanziario, nell'intento di giungere alla quantificazione della volatilità attesa di un portafoglio costruito anche in presenza di tali asset. A tale scopo si è approfondito il tema delle correlazioni esistenti fra alcune tipologie di investimenti fisici e la dinamica del mercato dei cambi, l'andamento delle borse, le variazioni dei tassi di interesse e più in generale delle tendenze della moda,

Ovviamente, alcune caratteristiche che rappresentano indubbiamente fattori critici di successo nel segmento del *private banking* e del *wealth management*, quali la riservatezza e la privacy, hanno reso assai complicata un'indagine finalizzata a delinearne le dimensioni, le caratteristiche e le strategie in esso utilizzate; ciononostante, 29 *private banks* contattate (circa l'88% del totale) hanno fornito informazioni utili all'indagine.

Il primo dato che emerge dall'esame delle risposte raccolte è relativo alle soglie patrimoniali utilizzate per identificare la categoria degli investitori *private*.

La totalità degli intervistati considera principalmente ed esclusivamente la sola ricchezza finanziaria disponibile ed investibile del cliente, mentre l'ammontare richiesto per l'accesso al segmento non è particolarmente elevato come rappresentato nella successiva figura 15, dal cui esame emerge che le dimensioni patrimoniali 500.000 euro e 1.000.000 euro sono le più richieste, situazione riconducibile principalmente alla struttura della domanda domestica.

Figura 15 – Le soglie patrimoniali di accesso al segmento dei clienti *private* in Italia



Fonte: Nostra elaborazione

Nel 2006 in Italia i clienti HNWI erano 712.000 (+2,9% rispetto al 2005) la maggior parte dei quali residenti in Lombardia e nel Lazio, e detenevano un patrimonio complessivo di circa 820 miliardi di euro (+4,3% rispetto all'anno precedente). La distribuzione per fascia patrimoniale evidenzia che la maggior concentrazione di individui si ha nel segmento 0,5-5 milioni di euro (circa il 98%) mentre risultano pari al 2% i clienti ascrivibili al segmento VHNWIs e solo lo 0,1% quelli definibili UHNWIs⁶⁸. In tale distinguo è opportuno evidenziare che la multibancarizzazione dei clienti italiani può portare ad errori di valutazione laddove la numerosità degli intermediari con i quali si intrattengono rapporti sia relativamente elevata.

Nessuno degli intervistati ad oggi si ritiene in grado di offrire una vera consulenza sui beni non finanziari pur ritenendolo un segmento molto interessante e potenzialmente sviluppabile in un prossimo futuro. Servizi quali l'Art Advisory o il Real Estate Advisory offrono sicuramente un notevole valore aggiunto all'investitore ma il cliente

cercando altresì di esplorare le modalità ritenute più idonee per monitorare le dinamiche del trade off rischio-rendimento di un portafoglio composto anche da asset non finanziari.

⁶⁸ Giacomo Neri, "Il mercato del Private Banking in Italia, sistema di offerta e spunti per lo sviluppo del Private Equity" Milano, 26 febbraio 2007, Convegno AIPB dal titolo "Private Banking e Private Equity: quali complementarità?"

private italiano non li avverte come un reale bisogno o esigenza⁶⁹ e pertanto nell'intento di migliorare le performance del proprio portafoglio si affida ad investimenti alternativi di natura finanziaria quali *Hedge Funds* e *Private Equity* che sono altresì caldeggiati e proposti anche dalle *private banks* in considerazione dei ritorni economici immediati che ne ricavano.

Gli intermediari interpellati ritengono che ogni decisione relativa all'investimento in beni non finanziari debba essere vagliata attraverso una sinergia fra un ufficio interno ed esperti esterni, senza tuttavia interferire sulla decisione di acquisto iniziale che dovrebbe comunque sempre scaturire direttamente dal cliente sulla base dei suoi interessi e dei propri hobbies. La tabella 10 riassume per alcuni asset fisici le fasi del processo gestorio, che secondo gli intervistati potrebbero essere svolte in outsourcing (*out*) o internamente (*in*) all'istituzione; in essa si evidenzia la non necessarietà di un intervento esterno nelle decisioni di investimento in oro in considerazione della trasparenza del relativo mercato, la disponibilità di dati storici nonché di analisi sempre aggiornate.

Tabella 10 – Assunzioni di decisioni in tema di beni non finanziari

Tipologia di bene non finanziario	Individuazione strategica del bene	Stima o perizia	Valutazione del rischio	Decisione di acquisto	Monitoraggio durante il periodo di possesso	Decisione di vendita
Oro	In	In	In	In	In	In
Auto d'epoca	In	Out	In	In	In	In
Imbarcazioni	In	Out	In	In	In	In
Quadri d'autore	In	Out	In	In	In	In
Aeromobili	In	Out	In	In	Out	In
Immobili	In	Out	In	In	In	In

Fonte: Nostra elaborazione

L'esame della tabella 10 inoltre ci consente di evidenziare due elementi interessanti. Il primo è relativo al ricorso da parte delle *private banks* a strutture o esperti esterni relativamente alla fase di "stima o perizia" di attività non finanziarie, motivo che ci ha portato nel successivo paragrafo ad esaminare l'adozione di modelli di *sub-advisory* nell'offerta di consulenza su tali *asset*. Il secondo aspetto riguarda, invece, la "valutazione del rischio" dell'investimento in asset non finanziari che, secondo gli intervistati, avviene internamente alla *private banks*; tuttavia, nessuna dichiarazione è stata poi resa con riferimento specifico alle modalità adottate o ritenute più idonee al relativo calcolo e valutazione. L'incongruenza fra le risposte fornite non è stata chiarita se non in maniera molto vaga, adducendo principalmente la difficoltà di reperimento di serie storiche oggettive sulle quali costruire le volatilità degli investimenti non finanziari. Ciononostante sono state indicate le correlazioni ritenute più verosimilmente esistenti fra taluni asset non finanziari e alcuni fattori esogeni quali la dinamica del

⁶⁹ Franco Muller, Responsabile Market Area Italy Credit Suisse Private Banking, intervento dal titolo "Che cosa si aspettano oggi i clienti" al Secondo Forum Internazionale del Private Banking, AIPB, Milano, 20 settembre 2006

mercato dei cambi, del mercato borsistico, dei tassi di interesse e il “fattore moda”, riassunte nella successiva tabella 11.

Tabella 11 – Correlazioni ritenute esistenti dalle *private banks* intervistate fra beni non finanziari e alcuni fattori esogeni

Tipologia di bene non finanziario	Dinamica del mercato dei cambi	Dinamica del mercato borsistico	Dinamica del tasso di interesse	“Fattore moda”
Oro	Indipendenti	Correlazione negativa	Correlazione positiva	Indipendenti
Auto d’epoca	Indipendenti			
Imbarcazioni	Indipendenti	Correlazione positiva		
Quadri d’autore	Correlazione positiva			
Aeromobili	Indipendenti			
Immobili	Correlazione negativa	Correlazione negativa	Correlazione negativa	Correlazione positiva

Fonte: Nostra elaborazione

Come per gli investimenti finanziari, anche per gli asset fisici gli intervistati ritengono necessaria un’attività di monitoraggio delle dinamiche dei relativi valori da eseguirsi in maniera pianificata⁷⁰ tenendo in debita considerazione le variazioni intervenute nel relativo mercato di riferimento, e di conseguenza le opportunità-necessità di smobilizzo o di realizzo. Con riferimento a quest’ultimo punto, dalle risposte del questionario si evince che dovrebbe essere il *private banker* a suggerire il momento ritenuto più opportuno per dismettere l’investimento fisico, concordando e stabilendo a priori col cliente il raggiungimento di precisi obiettivi di rendimento, tenuto conto della tendenza e della dimensione del mercato di riferimento.

Complessivamente dall’indagine emerge che lo sviluppo della consulenza in tema di beni non finanziari in Italia è ancora a livello embrionale, espletata come attività accessoria e marginale, sporadicamente e principalmente con la collaborazione e il supporto di esperti esterni, senza seguire un approccio di *portfolio theory* nella costruzione dei portafogli. Sembrerebbe dunque che l’offerta degli operatori *private* sia esclusivamente condizionata e sostenuta da logiche di “buy”, un comportamento che potrebbe essere riassunto dall’espressione “*non importa che cosa il cliente chiede, per quale importo e per quale scopo: l’importante è soddisfarlo!*”. Questo atteggiamento tuttavia non può essere pienamente ascrivibile alla consulenza oggettiva intesa in un’ottica di wealth management, che presupporrebbe invece anche una presa di posizione da parte degli operatori contrastante, laddove necessario, con le richieste del cliente al fine di salvaguardarne gli obiettivi in termini di rischio/rendimento. La dimensione scientifica dell’investimento in beni non finanziari deve comunque sempre essere integrata con il coinvolgimento emotivo dell’investitore; pertanto il *private banker* dovrà essere in grado di mediare l’esigenza di un approccio scientifico alla costruzione di un portafoglio efficiente con le richieste estetiche e di interesse del proprio cliente.

⁷⁰ La cadenza trimestrale è stata indicata dalla maggioranza degli intervistati come ideale

E' auspicabile che in un prossimo futuro gli operatori italiani siano in grado di affrontare questo importante lato dell'offerta in un'ottica di *wealth management* spronati anche da una domanda crescente, soprattutto da parte dei nuovi ricchi, affiancando tale attività al business oggi preponderante del risparmio gestito cogliendone di conseguenza anche le potenzialità reddituali.

4.2 – I modelli di sub-advisory nell'offerta consulenziale di asset non finanziari: le alternative possibili

Come emerso dall'indagine sopra esposta, in Italia⁷¹ lo sviluppo della consulenza in tema di beni non finanziari è ancora a livello embrionale e svolta principalmente con la collaborazione e il supporto di esperti esterni alla *private bank*. Mantenendo l'assunto che il *private banker* ricopre il ruolo di *adviser* (consigliere e supervisore) dell'intero patrimonio del cliente, in questa parte del lavoro abbiamo preso in considerazione le cinque forme contrattuali di *sub-advisory* maggiormente utilizzati in Europa nell'ambito del risparmio gestito, riportate nella successiva tabella 12, proponendoci di verificarne l'adattabilità di ciascuna all'offerta consulenziale in beni non finanziari esaminandone vantaggi e limiti operativi per giungere, se possibile, a stabilire quale risulti maggiormente efficiente nella relazione con la clientela.

Tabella 12 – I modelli di sub-advisory utilizzati in Europa nel risparmio gestito

<i>Fund Management Delegation</i>	<i>Multi-manager arrangements</i>	<i>Range completion o "white labelling"</i>	<i>Currency overlay</i>	<i>Model portfolio</i>
Si riscontra quando una banca decide di delegare la gestione di un fondo ad un gestore esterno.	Una banca offre ai suoi clienti fondi gestiti da più gestori. La banca sceglie, controlla, aggrega e mantiene le relazioni con più gestori per ciascuna asset class.	Una banca sceglie un fondo gestito da un sub-adviser e lo aggiunge all'interno della gamma dei suoi prodotti commercializzandolo con il proprio marchio.	Una banca delega la gestione di un fondo ad un sub-adviser ma mantiene la responsabilità della decisione dell'asset allocation strategica del portafoglio lasciando al sub-adviser le scelte tattiche.	Una banca gestisce un proprio fondo seguendo un portafoglio modello gestito da un sub-adviser.

Fonte: Goldman Sachs Asset Management (GSAM)

Fra i molteplici fattori che determinano il ricorso alla delega possono essere indicati la necessità di migliorare il proprio posizionamento sul mercato offrendo prodotti e servizi promossi e gestiti da terzi sfruttandone l'*expertise*, l'opportunità di avvantaggiarsi della notorietà di un brand non appartenente al proprio gruppo, la possibilità di aggirare eventuali vincoli o limiti normativi, l'esigenza di soddisfare appieno le richieste della clientela ricorrendo a competenze esterne all'azienda, la convenienza economica

⁷¹ Esaminando la realtà svizzera si evince che alcune banche utilizzano la struttura contrattuale della delega al fine di offrire consulenza su attività non finanziarie alla propria clientela *private*.

Avvalendosi di una rete di esperti indipendenti, Arner è in grado di assistere i propri clienti nella valutazione, nell'acquisto o nella vendita di singoli oggetti d'arte o di intere collezioni.

Fonte: www.arnerbank.ch

In tema di art advisory o consulenze nel settore dell'arte, BSI fornisce ai propri clienti un servizio personalizzato per sostenere strategie di investimento in opere d'arte con un eccellente rapporto qualità-prezzo, usufruendo delle conoscenze degli esperti di FAIR (Fine Art Investment & Research).

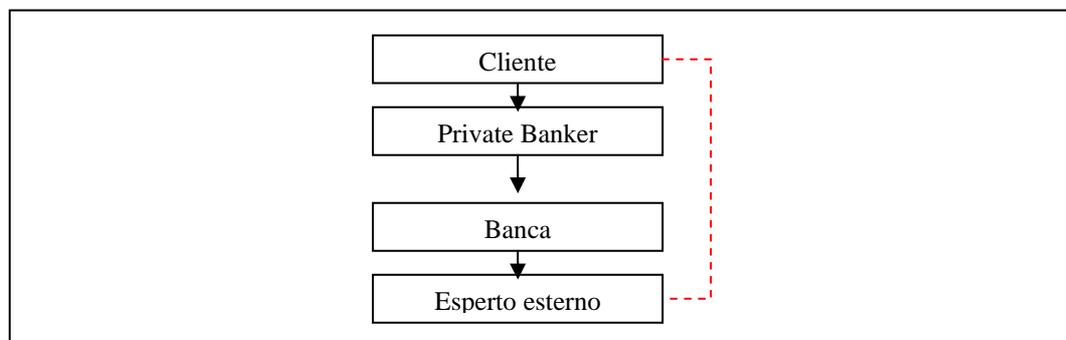
Fonte: www.bsibank.com

PKB mette a disposizione dei suoi clienti i propri contatti sviluppati nel mondo dell'arte aiutandoli ad individuare gli esperti più idonei a cui richiedere perizie e valutazioni di quadri e sculture, antichi e moderni; effettuare acquisti o vendite in aswte pubbliche, garantendo assoluta riservatezza; selezionare intermediari in grado di gestire incarichi di compravendita di quadri e sculture sul mercato internazionale.

Fonte: www.pkb.ch

derivante da strutture organizzative snelle, il bisogno di colmare o più semplicemente integrare le competenze interne al gruppo con un professionale apporto dall'esterno. La forma più semplice di sub-advisory è la *Fund Management Delegation* (“Delega di gestione”) situazione identificabile ogni qualvolta si presenti la distinzione fra “soggetto promotore” e “soggetto gestore”. Il primo procederà all’istituzione e all’organizzazione di OICR anche di natura assicurativa, occupandosi nel contempo dell’amministrazione dei rapporti con i partecipanti-sottoscrittori dei medesimi mentre al secondo, il cui nome ai fini della trasparenza dovrà essere riportato all’interno del prospetto informativo, spetterà l’attività di gestione degli assets. In tema di consulenza su beni non finanziari una simile struttura organizzativa (vedi figura 16) può ravvisarsi nel momento in cui una *private bank* si avvalga di collaboratori esterni individuati a monte per affrontare argomenti inerenti l’arte, il settore *real estate* o in generale ogni ambito che esuli dal finanziario. In tal modo la banca potrà richiedere in qualsiasi momento l’intervento di un esperto già individuato per ciascun settore di interesse sulla base dell’accordo di collaborazione preventivamente siglato⁷².

Figura 16 – Esempio di “Delega di gestione” nella consulenza non finanziaria



Fonte: nostra elaborazione

Il vantaggio principale derivante dall’adozione della “Delega di gestione” è la possibilità per la banca di fornire assistenza e consulenza in qualsiasi settore richiesto dal cliente senza la necessità di costituire un team interno di esperti evitando così la generazione di un centro di costo permanente; inoltre, essendo già individuato il delegato, e avendo già siglato un contratto fra le parti, si riesce ad essere tempestivi nella ricerca di specialisti sul mercato, e quindi nell’evadere in maniera sollecita la richiesta del cliente. In questo aiuterà anche la lungimiranza dimostrata dalla *private bank* nell’aver preventivamente coperto tutte le possibili aree di operatività della propria clientela.

Con riferimento alla figura 16 si evince che il cliente attraverso la filiera *private banker-banca* giunge in contatto diretto con il *sub-adviser* (esperto esterno) al fine di ottenere una consulenza il più possibile personalizzata e mirata ai propri obiettivi finali. Il cliente ha quindi la possibilità di verificare personalmente e direttamente la competenza e l’abilità dello specialista. Il rischio che si viene a delineare per il *private banker* è quello di essere visto nell’ambito consulenziale non finanziario come un semplice intermediario scavalcabile ed eliminabile all’indomani della relazione venutasi a creare con l’*adviser* esterno. Una situazione certamente poco piacevole, alla luce del fatto che nell’attuale contesto di mercato italiano la consulenza sugli asset non finanziari non è per la *private*

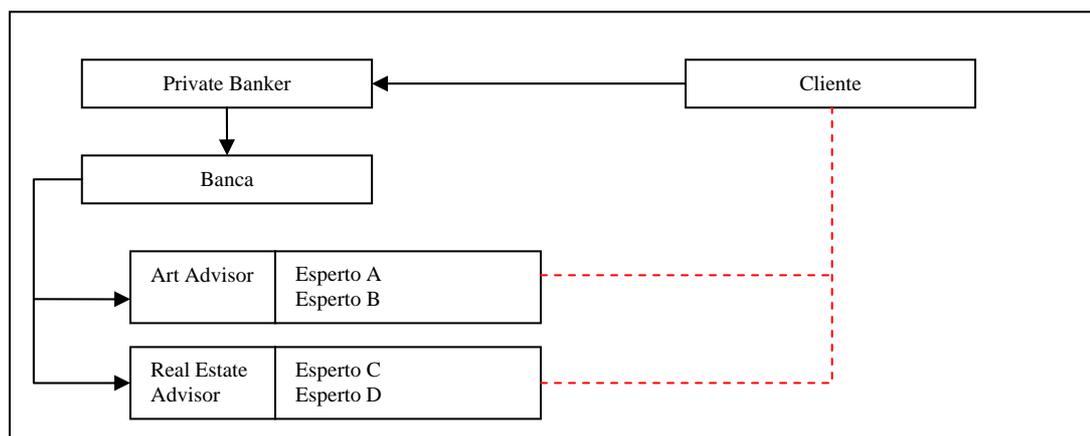
⁷² In tutte le figure relative all’adozione dei contratti di *sub-advisory*, ovvero dalla 16 alla 19, il *private banker* è volutamente rappresentato esternamente alla banca al fine di sottolineare il suo ruolo di *relationship manager* nei confronti del cliente; il contatto fra cliente ed esperto esterno (*sub-adviser*) è graficamente rappresentato dalla linea tratteggiata.

bank direttamente remunerativa e, secondariamente, perché in un possibile scenario evolutivo il *sub-adviser* potrebbe implementare ed offrire altri servizi compreso quello di *advisory* finanziario se non persino quello di gestione diretta di patrimoni arrivando ad aggredire la clientela *private* della banca.

Il *Multi-manager arrangements* (approccio *multimanager*) prevede l'impegno della banca nel selezionare, monitorare e combinare, in un unico contenitore, prodotti gestiti da diversi soggetti terzi, mantenendo attive molteplici relazioni di collaborazione. L'esempio tipico è rappresentato dai fondi di fondi o dalle gestioni patrimoniali multi-brand. Con riferimento alla consulenza in beni non finanziari questo tipo di organizzazione è ipotizzabile nel momento in cui una *private bank* stipuli contratti di delega con più esperti esterni individuati a monte decidendo di volta in volta, nel rispetto degli accordi contrattuali assunti con ciascuno, chi coinvolgere nel soddisfare le richieste della clientela.

La figura 17 schematizza l'utilizzo di tale tipologia contrattuale che presenta vantaggi e limiti già esaminati con riferimento alla "Delega di gestione", ma con alcune significative varianti. Infatti il delegante (la banca) è chiamato a scegliere quale *sub-adviser* coinvolgere a seconda della problematica proposta dall'investitore, provocando necessariamente un relativo allungamento dei tempi di evasione e di risposta alla richiesta dell'investitore. Nel contempo è anche più difficile ipotizzare che il cliente prediliga un esperto in particolare, nonostante il contatto diretto fra i due soggetti, dal momento che il delegante può proporre *sub-advisers* differenti anche con riferimento alla medesima tematica; così facendo la banca (e di conseguenza il *private banker*) non sarà percepita come semplice intermediario bensì come un soggetto necessario al fine di poter individuare l'esperto considerato più adatto ad intervenire in relazione alla specifica richiesta.

Figura 17 – Esempio di struttura “multi-manager” nella consulenza su beni non finanziari



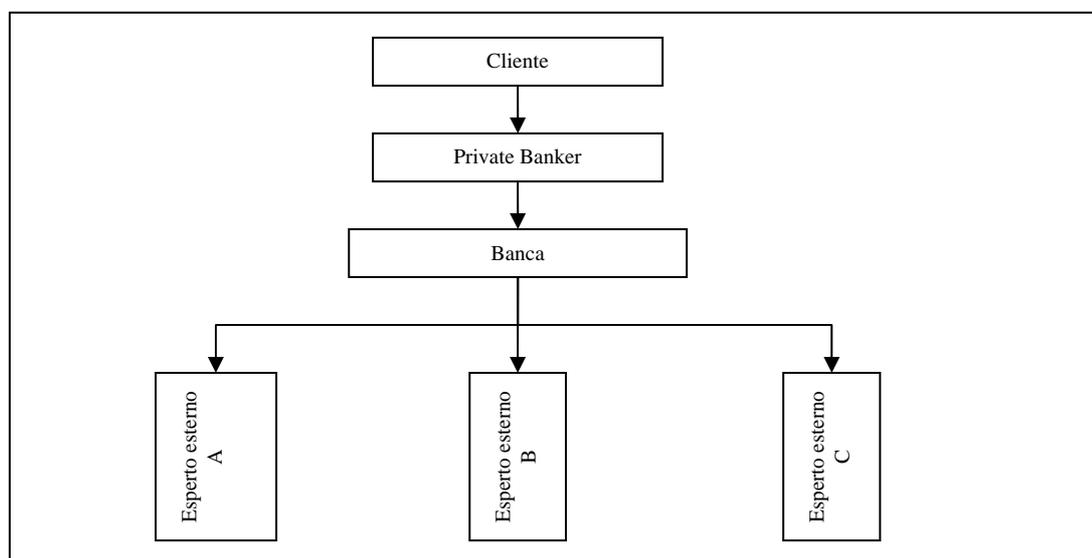
Fonte: nostra elaborazione

La tipologia contrattuale definita *White Labelling* o *Range completion* consiste nella commercializzazione con il marchio del delegante (la banca) di prodotti ideati e gestiti da terzi. E' una strategia particolarmente utilizzata sia in Europa sia negli Stati Uniti⁷³ in quanto, oltre ad essere semplice da realizzare, consente alla banca di offrire alla propria clientela una vasta gamma di prodotti e servizi senza dover affrontare direttamente

⁷³ Esempi ne sono Citigroup, JP Morgan, ABN Amro

l'investimento nel loro ciclo di vita, permette il mantenimento della propria quota di mercato e il consolidamento del brand e, per finire, garantisce adeguata flessibilità per affrontare riconversioni del business o mutamenti nell'ambito della domanda. Inoltre, i nomi dei *sub-adviser* non sono resi noti, e pertanto l'investitore ha la convinzione di sottoscrivere un prodotto del proponente. Questa soluzione non risulta tuttavia di agevole implementazione con riferimento alla consulenza in beni non finanziari a causa della tipologia di offerta che non è e non può divenire standardizzabile richiedendo una relazione e un coinvolgimento diretto fra *sub-adviser* e cliente, situazione che non è ravvisabile in un contratto di *white labelling* come rappresentato nella figura 18. L'adozione di una simile soluzione può considerarsi vincente solo se il cliente percepisce l'esperto come appartenente alla struttura del delegante, condizione che non è scontata si realizzi, ma che consentirebbe di non compromettere ed anzi di rafforzare ulteriormente la relazione esistente fra investitore e banca.

Figura 18 – L'adozione del “white labelling” nella consulenza avente ad oggetto beni non finanziari



Fonte: nostra elaborazione

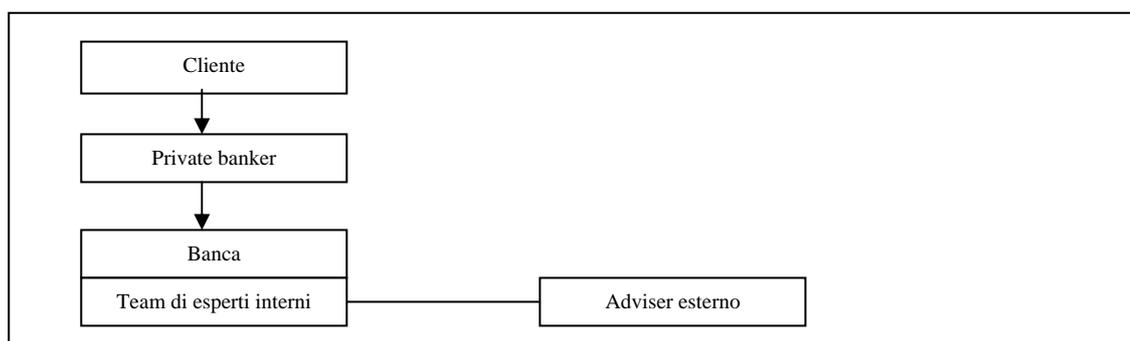
Attraverso il contratto di *sub-advisory* definito *Currency overlay* una banca delega la gestione del patrimonio di un fondo ad un terzo soggetto mantenendo però accentrata la responsabilità e le decisioni relative all'asset allocation strategica mentre risulteranno di competenza del delegato le scelte relative alla gestione tattica del portafoglio. Il vantaggio principale di tale strategia consiste nel poter raggiungere gli obiettivi desiderati dal delegante sfruttando *know how* esterno sulla base degli accordi contrattuali assunti.

Adattare questa strategia all'offerta consulenziale su beni non finanziari è certamente complesso in quanto presuppone la distinzione fra decisioni strategiche e tattiche: occorre quindi che la *private bank* definisca a priori la soluzione più idonea per il cliente in termini anche di tipologie e di pesi dei singoli asset non finanziari da inserirsi in portafoglio, lasciando al *sub-adviser* un ruolo meramente esecutivo. E' pertanto richiesta la presenza all'interno della banca di un team di esperti nei diversi campi non finanziari incaricati di portare avanti la relazione con il cliente e trasferire le loro decisioni finali all'esperto esterno che non ha voce in capitolo nelle scelte operate.

La prima osservazione che si può sollevare circa l'adozione di una simile soluzione riguarda la sostanziale inutilità del *sub-adviser* il quale assomiglia più ad un mero

esecutore che ad un soggetto in grado di apportare valore aggiunto alla fase consulenziale. Inoltre, è elevata la possibilità di giungere a soluzioni non prettamente coerenti con le reali necessità del cliente. Un ulteriore problema è identificabile nell'ambito della relazione fra *private banker* e investitore; nel momento in cui quest'ultimo venisse in contatto con l'adviser si riproporrebbero gli inconvenienti già esposti nella “delega di gestione” mentre se il contatto avvenisse con gli esperti interni potrebbe essere minato il ruolo del *private banker* che risulterebbe limitato a problematiche di stampo meramente finanziario. Una rappresentazione schematica dell'adozione di un contratto di *currency overlay* nel campo della consulenza non finanziaria è rappresentata nella figura 19.

Figura 19 – L'adozione del “currency overlay” nell'ambito della consulenza relativa ai beni non finanziari



Fonte: nostra elaborazione

Un'ultima forma di contratto di *sub-advisor* è quella definita del *Model portfolio* che consiste nel replicare un “portafoglio tipo” gestito da un soggetto terzo. E' sostanzialmente una gestione totalmente passiva che ha come benchmark di riferimento non un indice ma un portafoglio ed è utilizzata principalmente in quei paesi dove la normativa non consente l'utilizzo di deleghe gestionali.

L'utilizzo di qualsiasi forma di gestione passiva non appare possibile nell'ambito della consulenza in beni non finanziari se non a discapito di importantissimi elementi di soggettività fra i quali il coinvolgimento emotivo del cliente, i suoi hobbies, i suoi gusti che risultano fondamentali per poter offrire una consulenza ad elevato valore aggiunto.

4.3 – Aspetti di criticità nell'adozione del sub-advisory nella consulenza non finanziaria

Dall'esame della successiva tabella 13, che riassume schematicamente i principali punti di forza e i limiti riscontrabili da parte delle banche *private* nell'adozione di contratti di *sub-advisory* nell'offerta consulenziale su asset non finanziari, si evince che la “delega di gestione”, l'“approccio multi-manager” e il “*white labelling*” possono essere indicate come le tre forme contrattuali più efficienti. Infatti, attraverso la loro implementazione è possibile conseguire una consulenza oggettiva e personalizzata, realizzabile con tempi di risposta contenuti, elementi che non sono invece garantiti attraverso le forme del “*currency overlay*” e del “*model portfolio*”.

Tabella 13 – I punti di forza e i limiti dell’adozione di strutture di sub-advisory nell’ambito della consulenza su asset non finanziari

	<i>Delega di gestione</i>	<i>Approccio multi-manager</i>	<i>White labelling</i>	<i>Currency overlay</i>	<i>Model portfolio</i>
Vantaggi	<ul style="list-style-type: none"> * assenza di un team interno di esperti e del relativo centro di costo; * tempi brevi di risposta alle richieste della clientela essendo preventivamente individuato l’adviser di riferimento; 	<ul style="list-style-type: none"> * assenza di un team di esperti interno e del relativo centro di costo; * tempi di risposta relativamente brevi alle richieste della clientela essendo preventivamente individuati gli adviser; * possibilità di scegliere fra più adviser; * il ruolo della banca e del private banker sono percepiti “necessari”; 	<ul style="list-style-type: none"> * assenza di un team interno di esperti e del relativo centro di costo; * tempi di risposta relativamente brevi essendo individuato/i a monte il/i delegato/i; * la banca e il private banker non possono essere by-passati; 	<ul style="list-style-type: none"> * la banca private indirizza l’adviser nella soluzione alle richieste della clientela; * la figura dell’adviser non è percepita dal cliente se non in misura minimale; 	<ul style="list-style-type: none"> * assenza di un team di esperti interno e del relativo centro di costo; * possibilità di aggirare eventuali limiti legislativi all’adozione di contratti in delega;
Limiti	<ul style="list-style-type: none"> * il contatto diretto cliente e adviser potrebbe rappresentare una potenziale minaccia al rapporto di fiducia esistente fra banca (e private banker) e cliente; * la banca private e il private banker rischiano di essere by-passati in eventuali consulenze successive non strettamente legate all’ambito non finanziario; 	<ul style="list-style-type: none"> * il contatto diretto adviser e cliente potrebbe rappresentare una potenziale minaccia al rapporto di fiducia esistente fra banca (e private banker) e clientela; * la banca private e il private banker rischiano di essere by-passati in eventuali consulenze successive non strettamente legate all’ambito non finanziario; 	<ul style="list-style-type: none"> * il cliente deve essere portato a percepire l’adviser come membro della banca e il suo operato deve apparire come un intervento temporaneo non invasivo nella relazione intercorrente con il private banker; 	<ul style="list-style-type: none"> * necessità di un team interno di esperti e attivazione del relativo centro di costo; * scarso valore aggiunto offerto dall’adviser; * possibilità di palesi conflitti di interesse; * attenzione all’eventuale contatto cliente-adviser; * tempistica di risposta potenzialmente ritardata; 	<ul style="list-style-type: none"> * la gestione passiva non è adottabile né adattabile all’attività di consulenza in quanto comporta inevitabilmente un’offerta standardizzata; * le esigenze di un cliente non sono replicabili per altri soggetti; * tempistica di risposta non immediata;
Facilità di implementazione	Alta	Media	Bassissima	Alta	Medio/alta

Fonte: Nostra elaborazione

Fra le tre tipologie contrattuali di *sub-advisory* considerate migliori non riteniamo utile stilare una graduatoria preferenziale in quanto ognuna può trovare una propria giustificazione a seconda del contesto di adozione e delle opportunità sfruttabili. In tal senso, la “delega di gestione” attuata con riferimento alla consulenza su asset fisici, è certamente la più semplice da attivare e si ritiene particolarmente adatta nei casi in cui la *private bank* sia nella fase di start-up della propria attività, al fine di contenere la

numerosità e l'incidenza dei centri di costo permanenti interni. In generale, è da ritenersi una tipologia contrattuale che può essere utilizzata da tutti quegli operatori che non possiedono il *know-how* necessario per affrontare in maniera professionale le tematiche relative a beni non finanziari e non ritengono opportuno (ad esempio, a causa di una domanda sporadica e non quantitativamente rilevante) crearlo internamente, evitando in tal modo sia il sostenimento di ingenti investimenti in termini di denaro e di tempo. L'utilizzo della "delega di gestione", inoltre, consente alla banca di mantenere la struttura organizzativa flessibile e dinamica e di saggiare gradualmente vari mercati (per esempio, prima il mercato dell'arte e in un secondo momento quello degli immobili e così via) per espandersi progressivamente, adottando di conseguenza un approccio *multi-manager*. Per le istituzioni *private* con una redditività consolidata e un *brand* affermato si presenta la possibilità di utilizzare anche la forma contrattuale del "white labelling" per la quale, come evidenziato dalla tabella 13, il problema fondamentale è far percepire il *sub-adviser* appartenente alla struttura e non come esterno. Al fine di adottare in maniera efficiente tale strategia alla banca *private* si presentano principalmente due soluzioni:

- stringere accordi di collaborazione in esclusiva con esperti esterni avendo cura di regolamentare dettagliatamente anche le modalità di comportamento da tenersi nei confronti della clientela. Tale ipotesi è consigliabile se il bacino di utenza interessato all'ambito del non finanziario è particolarmente numeroso;
- procedere con una "gemmazione", ovvero investire nella formazione e nell'addestramento professionale di personale interno per giungere allo *spin off* di una struttura di proprietà in grado di offrire i propri servizi anche a realtà terze e incrementare la visibilità del marchio sul mercato.

Qualunque sia la forma contrattuale adottata, l'elemento comune a tutte rimane la necessità di mantenere la relazione incentrata sul binomio cliente-*private banker* per evitare che la soddisfazione delle esigenze della clientela *private* con riferimento anche agli asset non finanziari provochi una involontaria e indesiderabile concorrenza endogena.

5 – Conclusioni

In un mercato finanziario in cui le soluzioni di investimento sono destinate a moltiplicarsi e per molti aspetti ad assomigliarsi fino a divenire beni succedanei, il successo delle *private banks* sarà determinato nei prossimi anni dalle capacità consulenziali dei suoi *relationship managers*. In particolare riteniamo che l'intervento del *private banker* nell'ambito della consulenza su beni non finanziari sia imprescindibile, in considerazione della complessità di analisi e del coinvolgimento emotivo del cliente. Tale situazione introduce l'ipotesi che la consulenza sugli asset fisici con finalità di investimento possa divenire una nuova ed importante fonte di ricavi per le banche *private*. In tale ottica l'oro, gli immobili, l'arte, il vino e i diamanti esaminati nel presente lavoro, non devono più essere visti come aggregati separati dalle attività finanziarie, ma come un universo complementare all'asset allocation finanziaria a motivo delle basse correlazioni riscontrabili fra di esse.

Questa visione di gestione integrata richiede di interpretare gli asset fisici secondo schemi di rischio e di rendimento che consentano di misurarne il concreto beneficio in termini di diversificazione. Affinché ciò possa avvenire è importante che la banca *private* e i suoi *relationship manager* siano in grado di massimizzare i ritorni della ricchezza complessiva dei loro clienti esponendoli al livello di rischio minimo possibile

e tollerabile, obiettivo quest'ultimo raggiungibile attraverso l'utilizzo non casuale e non approssimativo anche degli asset fisici. Tuttavia, a differenza delle attività finanziarie, è difficile conoscere con certezza⁷⁴ l'effettivo profilo di rischio/rendimento di un asset fisico, a causa di condizioni oggettive, quali la scarsa trasparenza dei mercati di riferimento e influenze soggettive derivanti dagli esperti incaricati di eseguire stime, valutazioni e perizie.

Con riferimento alla realtà italiana, gli operatori *private* offrono una consulenza non finanziaria ancora embrionale ed indirizzata principalmente verso una clientela *affluent ed upper-affluent*, che rappresenta il maggior bacino di utenza e conseguentemente la principale fonte di ricavi; non è peraltro da sottovalutare che la scarsità di domanda di asset non finanziari del segmento degli ultra-ricchi potrebbe verosimilmente condizionare negativamente lo sviluppo in Italia di una vera offerta del tipo *wealth management*. Tuttavia, nel contesto attuale, la visione strategica ed operativa delle *private banks* italiane non deve e non può più rimanere all'interno dei confini domestici ma assumere quanto meno una dimensione europea, ricercando clientela UHNWIs più consona a ricevere una consulenza anche in tema di asset non tradizionali. Attualmente la consulenza non finanziaria in Italia si concentra principalmente sul *trust*, sulla costituzione di fondazioni e fiduciarie, sugli aspetti legati agli ambiti legale e fiscale.

I primi approcci alla consulenza relativa agli asset fisici, gratuita e nel complesso generalista, si limitano agli investimenti immobiliari e all'arte attraverso, in alcuni casi, uffici interni dedicati o, più frequentemente, mediante il supporto di personale esterno con l'unico scopo di presidiare il cliente dal lato della gestione del suo patrimonio finanziario. Ciò che traspare in maniera abbastanza evidente negli atteggiamenti degli operatori *private* italiani è la volontà di non contraddire l'investitore facoltoso anche di fronte a richieste difficilmente realizzabili o, persino, diseconomiche. Questa logica di soddisfazione assoluta del cliente trova una sua giusta dimensione e collocazione in un'ottica di *wealth management* ma può, e talvolta deve, essere mitigata dall'autorevolezza di colui che presta consulenza.

A nostro parere, gli intermediari italiani che nei prossimi anni vorranno cimentarsi nel mercato del *private banking*, non solo a livello nazionale, dovranno riqualificare le competenze dei propri *private bankers* mettendoli in grado di integrare l'offerta in attività tradizionali con l'utilizzo di asset non finanziari nell'intento di presidiare e gestire il cliente a 360°. Un simile obiettivo assume notevole rilevanza in un mercato finanziario caratterizzato da processi di acquisizione e di fusione che ridimensionano l'importanza e l'attrattività del *brand* degli operatori ma amplifica l'importanza e la centralità del *relationship manager*.

Ulteriore elemento di strategicità sarà l'adozione sistematica di consulenza in asset non finanziari al fine di rendere i portafogli dei clienti *private* meno soggetti alle elevate volatilità dei mercati finanziari, riducendo verosimilmente eventuali comportamenti e decisioni frutto dell'emotività. A tal fine assumerà, a nostro parere, notevole rilevanza il coinvolgimento di esperti in tema di asset non finanziari per fornire al cliente *private* un giudizio "esterno" all'intermediario nell'intento di aiutarlo a valutare importanti decisioni di allocazione del proprio patrimonio. Secondo quanto emerso nel presente lavoro, il ricorso al *sub-advisory*, nelle sue diverse forme contrattuali, consente di ottenere un equilibrato coordinamento fra consulenza finanziaria e non, consentendo nel contempo al *private banker* di mantenere le redini della relazione col cliente e il monitoraggio dell'allocazione della relativa ricchezza.

⁷⁴ La certezza assoluta non esiste neppure con riferimento agli asset finanziari anche se sono fattibili stime più o meno attendibili.

Riteniamo pertanto che gli operatori *private* italiani dovranno rivisitare le strutture organizzative, introdurre e sviluppare professionalità nuove e, con specifico riferimento agli asset non finanziari, educare l'investitore a valutare la performance non solo dal lato del rendimento economico ma anche considerando gli aspetti emozionali e qualitativi che derivano dalle scelte effettuate e dalla qualità del servizio erogato.

BIBLIOGRAFIA

- AIPB, convegno “Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking”, Milano, 6 giugno 2006
- AIPB, Tavola rotonda sul private banking, Banca Finanza, Milano, settembre 2006
- AIPB-PWC Advisor, Secondo Forum internazionale del Private Banking – La specificità delle strategie e del modello evolutivo, Milano, 20 settembre 2006
- Banca d'Italia, “*Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*”, Roma, anni vari
- Bareither K. R., “Keepin gin the family: part 2”, *Bank Investment Consultant*, Febbraio 2006
- Biasin M., *L'investimento immobiliare*, Il Mulino, Bologna, 2005
- Cacciamani C., *Il rischio immobiliare*, Egea, Milano, 2003
- Campanini R., Cappio F., *Investire in oro*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 2003
- Capgemini – Merrill Lynch, *World Wealth Report 2007*, 2007
- Caselli S., Gatti S. (a cura di), *Banking per il family business (Un nuovo modello di “banchiere di famiglia” per l'impresa e l'imprenditore)*, Bancaria Editrice, Roma, 2004
- Delia-Russell T., Di Mascio A., “*Wealth Management*”, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 2002
- Delia-Russell T., Di Mascio A., *Marketing e Private Banking*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 2004
- Gross D., “Is art a good investment?”, *Paiting for Profit*, 21 giugno 2006, www.slate.com
- IBM Business Consulting Services, *European Wealth and Private Banking Industry Survey 2005*, 2005
- Imperiale R., “*Real estate Investment trusts – New strategies for portfolio management*”, John Wiley & Sons, New York 2002
- Insom P., “Gli investimenti immobiliari in Europa e in Italia”, DTZ Research, intervento al convegno dal titolo “*Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking*”, Milano, 6 giugno 2006
- Jahnke W., “The financial planning implications of an aging population and budget deficits”, *Journal of Financial Palnning*, Febbraio 2006
- Leder G., “Six millionaire myths” in *OnWallStreet*, dicembre 2005
- Levin E.J., Wright R.E., “*Short-run and long-run determinants of the price of gold*”, Research study n. 32, World Gold Council, Londra, giugno 2006
- Liera M. (a cura di), *Gli investimenti alternativi*, Ed. Il Sole 24 Ore, Torino, novembre 2005
- Maione M., “Gli sviluppi del private banking: tra relationship management ed expertise”, *Banca Europa*, n. 19, anno 2002
- Markowitz H., “Portfolio selection”, in *Journal of Finance*, 3, n. 1, marzo 1952
- Markowitz H., *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, John Wiley and Sons, New York, 1959
- Maxwell A., “*A rather liquid investment*” intervista di Sarah Turner, 31 luglio 2006, disponibile sul sito www.marketwatch.com

- McClure D., "The challenge of financial planning", *Accounting Technology*, gennaio/febbraio 2006
- McReynolds R., "Wealth management made simple", *Wealth Management review*, marzo/aprile 2006
- Mei J., Moses M. A., "Vested interest and biased price estimates: evidence from an auction market", *The Journal of Finance*, n. 60, ottobre 2005
- Melillo G., "Is the real estate landscape in for a landslide?", *Trusting*, November 2005
- Misitano R., "I fondi immobiliari in Italia. Un'opportunità di investimento", intervento al convegno dal titolo "Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking", Milano, 6 giugno 2006
- Morris G., "Breadth of service emerges as key to wealth management", *Wealth Management review*, gennaio/febbraio 2006
- Morris G., "Breadth of Service Emerges as key to Wealth Management", *Wealth Management Abstract*, anno 2006
- Muller F., "Che cosa si aspettano oggi i clienti" intervento al Secondo Forum Internazionale del Private Banking, Milano, 20 settembre 2006
- Musile Tanzi P. (a cura di), *Manuale del Private Banker*, seconda edizione, Egea, Milano, 1999
- Oriani M., *Il Family Office*, Franco Angeli, Milano, 2004
- PriceWaterHouseCoopers, Forum Internazionale del Private Banking, Evoluzione del settore e strategie competitive – Europa vs Mondo, Milano, 21 settembre 2005
- PriceWaterHouseCoopers, *Global Private Banking/Wealth Management Survey 2007: Executive Summary*, 2007
- Ranson D., "Why gold, not oil, is the superior predictor of inflation", World Gold Council, London, novembre 2005
- Resti A. (a cura di), *Il private banking. Gestione del risparmio e della clientela: strategie, strumenti ed esperienze*, Edibank, Roma, 2003
- Reynolds R., "When opportunity knocks banks can answer", *Bank Investment Consultant & U.S. Banker*, supplemento di *American Banker*, giugno 2006
- Santorsola G., "Il private banking artistico", "Periodico Banca Europa", n. 20, novembre 2002, disponibile sul sito www.bancaeuropa.org
- Schena C., "Private banking e wealth management: una nuova sfida per le banche italiane?", *Sviluppo & Organizzazione*, novembre/dicembre 2002
- Sharpe W.F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", *Journal of Portfolio Management*, dicembre, 1992
- Sharpe W.F., "Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium", *Journal of Finance*, settembre 1964
- Sharpe W.F., "The arithmetic of active management", *Financial Analysts Journal*, vol. 47, n. 1, 1991
- Streeter W. W., "Are bankers afraid of competition?", *ABA Banking Journal*, febbraio 2006

Siti Internet

www.artnet.com
www.artprice.com
www.arnerbank.ch
www.assogestioni.it
www.bsibank.ch
www.citigroup.com
www.davisgioielli.com

www.debeers.com
www.gabrius.com
www.gold.org
www.goldseek.com
www.gsam.com
www.idb.it
www.idclondon.com
www.leggmason.com
www.liv-ex.com
www.mbres.it
www.pkb.ch
www.pwmnet.com
www.reag.com
www.uninewsunicredito.it