

### **3. LA VALUE PROPOSITION NON FINANZIARIA NEL WEALTH MANAGEMENT: UN APPROCCIO TEORICO**

Partendo dall'assunto che l'obiettivo del wealth management è la gestione e la soddisfazione dei bisogni del cliente a 360° ne consegue che una banca Private non può semplicemente offrire un prodotto ma più verosimilmente deve essere in grado di adeguare la propria offerta alle innumerevoli e variegata necessità avvertite da un pubblico sempre più esigente. In altri termini si può affermare che una banca Private offre il proprio stile e lo sforzo nella ricerca quotidiana nell'eccellenza del contatto con la clientela<sup>1</sup>.

Parlare quindi di value proposition nel wealth management non è semplice per la vastità di tematiche, richieste e situazioni che si possono presentare; in questa sede l'attenzione verrà incentrata sui cosiddetti "investimenti alternativi" intendendo con tale definizione tutte le tipologie di beni non finanziari che possono essere utilizzati al fine di migliorare l'efficienza dell'asset allocation di portafoglio e nel contempo raggiungere la piena soddisfazione anche di tipo emozionale del cliente Private, attraverso ovviamente l'erogazione di un'adeguata consulenza in materia.

La successiva figura 3.1 riassume sinteticamente alcuni servizi a contenuto finanziario e non finanziario che dovrebbero essere offerti da una banca Private.

In essa si può notare che la "consulenza legale, fiscale e trust" è comune ad entrambe le tipologie di offerta in quanto attività spesso rilevanti in un'ottica di gestione coordinata e globale del patrimonio nella sua complessità. In tale ambito è inevitabile che la banca Private sia esposta alla concorrenza diretta con consulenti quali avvocati, commercialisti e notai ma è un confronto che deve essere affrontato e sostenuto al fine di non essere disintermediata e perdere quindi la possibilità di avere una visione unitaria e globale della ricchezza patrimoniale e finanziaria del cliente.

---

<sup>1</sup> Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Wealth Management", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, p. 115

**Figura 3.1 – La 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
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
Consulenza legale, fiscale e trust	Consulenza legale Consulenza su trust e fondazioni Consulenza fiscale Consulenza successoria	Consulenza legale Consulenza su trust e fondazioni Consulenza fiscale Consulenza successoria
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

Così come le possibilità e 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. Infatti la gamma di scelta è molto eterogenea e comprende, per esempio, valute pregiate, metalli preziosi, oggetti d'arte, beni di lusso, diamanti, immobili, monete e francobolli, libri antichi.

Nell'assumere la decisione di investire in tale tipologie di beni occorre attentamente valutare alcuni fattori esterni che possono condizionarne le dinamiche di domanda ed offerta e di conseguenza il relativo prezzo; 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. A ciò si aggiunga che non per tutte le possibilità di investimento non finanziario esistono mercati regolamentati e trasparenti, rendendo molto più complesso non solo la loro valorizzazione ma anche un'agevole e redditizia dismissione<sup>2</sup>.

Gli investimenti in oro fisico, in immobili, in arte, in vino e in diamanti sono di seguito esaminati in ottica di asset allocation strategica ponendo particolare attenzione alle metodologie di misurazione e valutazione del rischio e delle performance senza trascurare l'influenza emozionale che tali asset esercitano sul cliente Private.

---

<sup>2</sup> Marco Liera, a cura di, *“Gli investimenti alternativi”*, Il Sole 24Ore, Torino, novembre 2005, pag. 115ss

### 3.1 – Investire in oro

Già nelle civiltà antiche l'oro è stato sinonimo di perfezione e da sempre considerato indice di potere e di ricchezza; è stato uno dei primi metalli ad essere lavorato dall'uomo ed essendo facilmente trasportabile, divisibile, duttile, malleabile, inalterabile ed indistruttibile nonché universalmente accettato come forma di pagamento, ha assunto progressivamente il titolo di bene rifugio per antonomasia.

Oggi l'investimento in oro può avvenire indirettamente sui mercati finanziari regolamentati<sup>3</sup> oppure acquistando fisicamente il prezioso metallo godendo comunque di una oggettiva e trasparente indicazione del relativo prezzo.

Con riferimento all'investimento diretto 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 (*fixing*) due volte al giorno<sup>4</sup> il prezzo ufficiale. La possibilità di avere dati ufficiali storici sulla quotazione dell'oro ha consentito di constatarne delle fluttuazioni meno violente e repentine, nel lungo termine, 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 virulenza<sup>5</sup>.

Uno dei confronti più interessanti ed importanti per gli investitori è quello che contrappone le dinamiche del prezzo dell'oro fisico con l'andamento del livello di inflazione; infatti qualsiasi performance dovrebbe essere valutata non tanto in termini nominali ma bensì a valori reali.

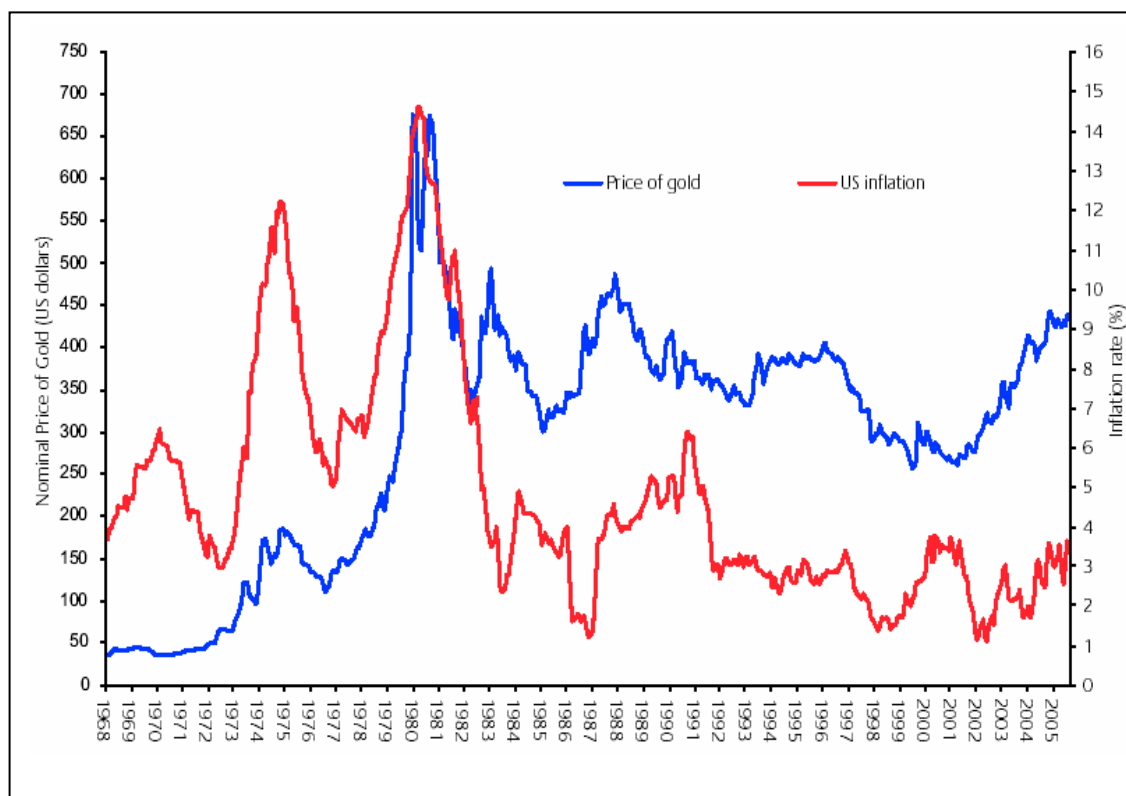
---

<sup>3</sup> Il mercato finanziario più importante per l'oro è il *Commodity Exchange* di New York (Comex) un segmento del *New York Mercantile Exchange* (NYMEX), la più grande borsa al mondo di contratti future con consegna fisica. Nei paesi asiatici i mercati finanziari più importanti dell'oro risultano essere il *Singapore International Market Exchange* (Simex) e il *Tokyo Commodity Exchange* (Tocom)

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 6

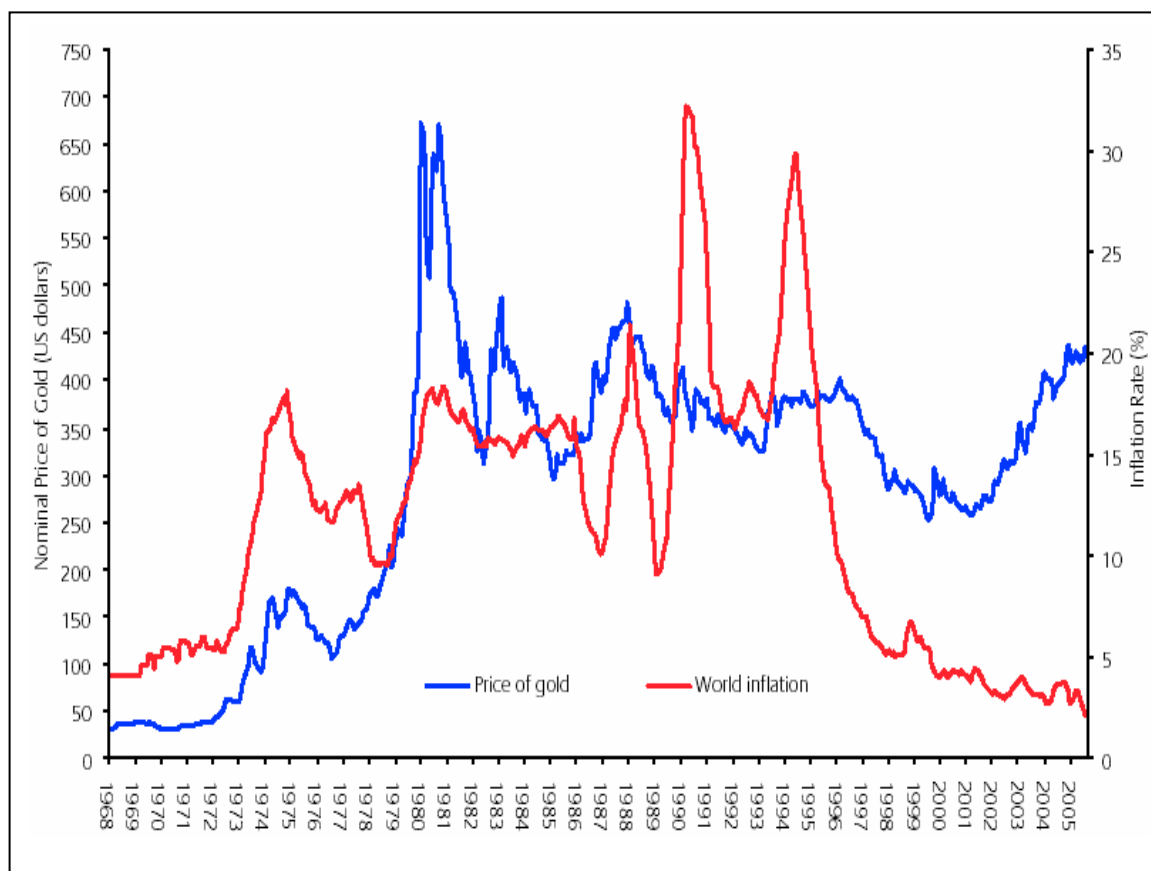
**Figura 3.2 – Confronto fra andamento del prezzo dell'oro e del tasso di inflazione americano nel periodo 1968-2005**



*Fonte: Eric J. Levin, Robert E. Wright, "Short-run and long-run determinants of the price of gold", Research study n. 32, pag. 31, World Gold Council, Londra, June 2006*

Il grafico della figura 3.2 riferito al mercato americano evidenzia come il valore dell'oro, ovvero ciò che si può acquistare in termini di merci o servizi con la medesima quantità di metallo giallo, sia stato in grado di proteggere l'investitore dalla perdita del potere di acquisto della moneta negli ultimi trentasette anni e alla medesima conclusione si perviene prendendo in considerazione l'andamento del tasso di inflazione mondiale (cfr. figura 3.3).

**Figura 3.3 – Confronto fra andamento del prezzo dell'oro e del tasso di inflazione mondiale nel periodo 1968-2005**

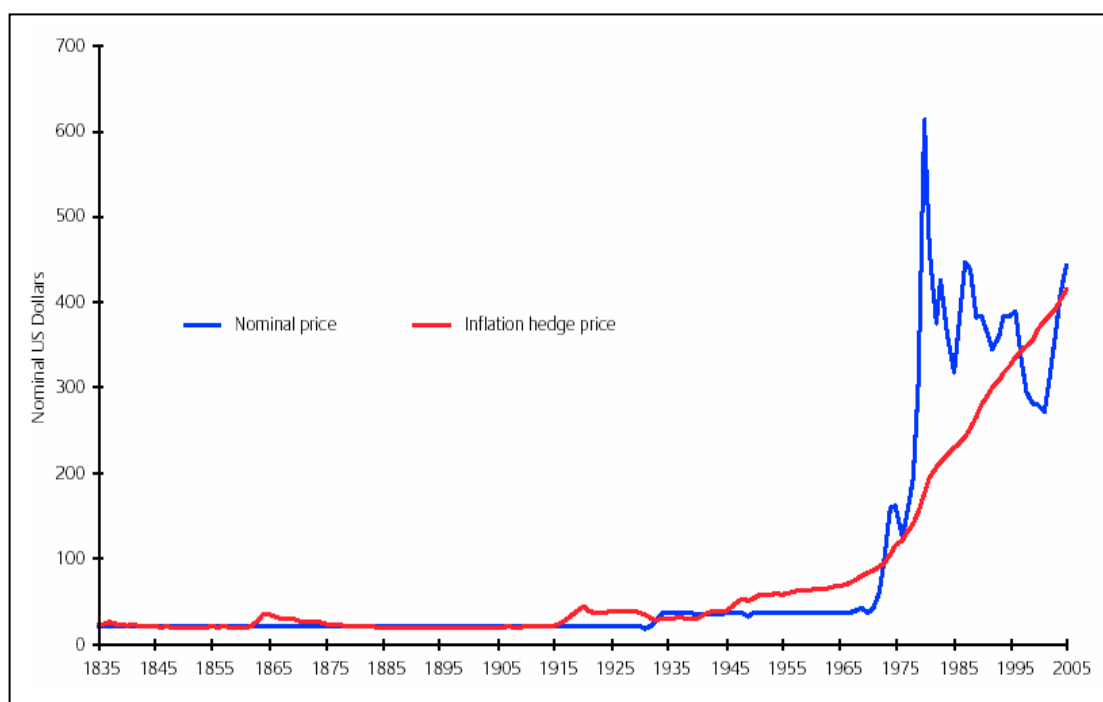


*Fonte: Eric J. Levin, Robert E. Wright, "Short-run and long-run determinants of the price of gold", Research study n. 32, pag. 31, World Gold Council, Londra, June 2006*

L'oro può quindi considerarsi un investimento che protegge dall'inflazione e in generale da ogni altra forma di incertezza, compresa quella valutaria, e se ciò è vero nel lungo periodo, possono esserci delle eccezioni considerando periodi più brevi.

La figura 3.4 mette a confronto l'andamento del valore nominale dell'oro con il suo valore reale, intendendo con tale termine l'ammontare di valuta americana necessaria per mantenere il potere di acquisto del metallo giallo del 1833 così come misurato dall'indice dei prezzi al consumo americano.

**Figura 3.4 – Confronto fra andamento nominale e reale del prezzo dell'oro a livello mondiale nel periodo 1968-2005**



Fonte: Eric J. Levin, Robert E. Wright, “Short-run and long-run determinants of the price of gold”, Research study n. 32, pag. 10, World Gold Council, Londra, June 2006

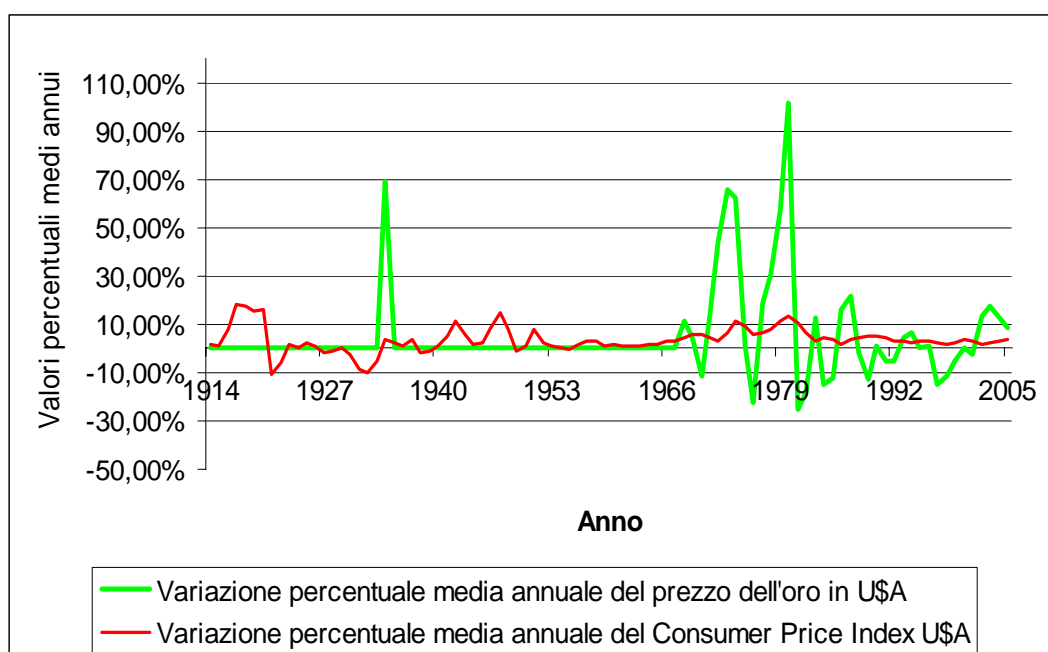
Nel 1833, il prezzo dell'oro risultava pari a 20,65\$ per oncia (corrispondenti a circa 425\$ a valore del 2005) mentre a fine 2005 era fissato a 445\$ l'oncia. Un incremento reale di circa lo 0,04% medio annuo a dimostrazione della funzione di protezione inflazionistica del metallo giallo negli ultimi 172 anni<sup>6</sup> e valida e confermata anche per un periodo relativamente più breve, dal 1913 al 2005, come dimostrato nella successiva figura 3.5.

Oltre alla sua capacità di proteggere, nel lungo periodo, dalle dinamiche inflazionistiche l'oro, rispetto alle valute e in genere alle attività finanziarie, dispone di un ulteriore formidabile caratteristica che lo rende un bene unico. Qualsiasi attività finanziaria, dalle obbligazioni, alle azioni, ai certificati è in realtà una passività che fa capo ad un emittente; il metallo giallo invece svolgendo un ruolo *super partes* di riserva monetaria e per la sua elevatissima liquidabilità consente l'eliminazione pressoché totale del

<sup>6</sup> Eric J. Levin, Robert E. Wright, “Short-run and long-run determinants of the price of gold”, Research study n. 32, pag. 9-10, World Gold Council, Londra, June 2006

rischio di credito e quindi di controparte<sup>7</sup>. 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.

**Figura 3.5 – Confronto fra incremento medio reale annuo del valore dell'oro e incremento medio annuale del Consumer Price Index USA nel periodo 1913-2005**



*Fonte: Nostra elaborazione su dati World Gold Council e U.S. Department of Labor – Bureau of Labor Statistics*

La costruzione di un'asset allocation strategica per ciascun portafoglio di investimento, dopo aver attentamente valutato la propensione al rischio del cliente e il suo orizzonte temporale di detenzione, in coerenza con gli obiettivi desiderabili, impone che si proceda con l'attribuzione dei pesi alle diverse asset class finanziarie; queste ultime rivestono solitamente un ruolo da protagonista e sono solo marginalmente affiancate da altre tipologie di investimento definibili come "alternativi" (cfr. successiva tabella 1).

<sup>7</sup> Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 9



**Tabella 1 – Asset allocation strategica dei Fondi Pensione Americani nel 2005**

	Domestic equities (%)	International equities (%)	Domestic bonds (%)	International bonds (%)	Cash (%)	Real estate (%)	Other (%)
USA	47	13	33	1	1	2	3
UK	39	28	23	1	2	7	0
Japan	29	16	26	11	11	1	6

F

Fonte: UBS Global Asset Management – Pension Fund Indicators 2005

L'inserimento dell'oro fisico nella costruzione di portafoglio 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 macroeconomica<sup>8</sup>.

Dall'esame della figura 3.6 si evince infatti che con riferimento a tutti i principali mercati mondiali, il prezzo dell'oro risulta ad essi negativamente correlato, seppure in maniera non perfetta, tranne che con l'indice Nikkei 225 per il quale si può parlare di una sostanziale situazione di indipendenza. A seguito di questa importante osservazione si può certamente affermare che inserendo in un qualsiasi portafoglio finanziario un'adeguata percentuale di oro fisico si produce un reale effetto di diversificazione, ovvero si giunge alla riduzione del rischio complessivo di portafoglio<sup>9</sup>.

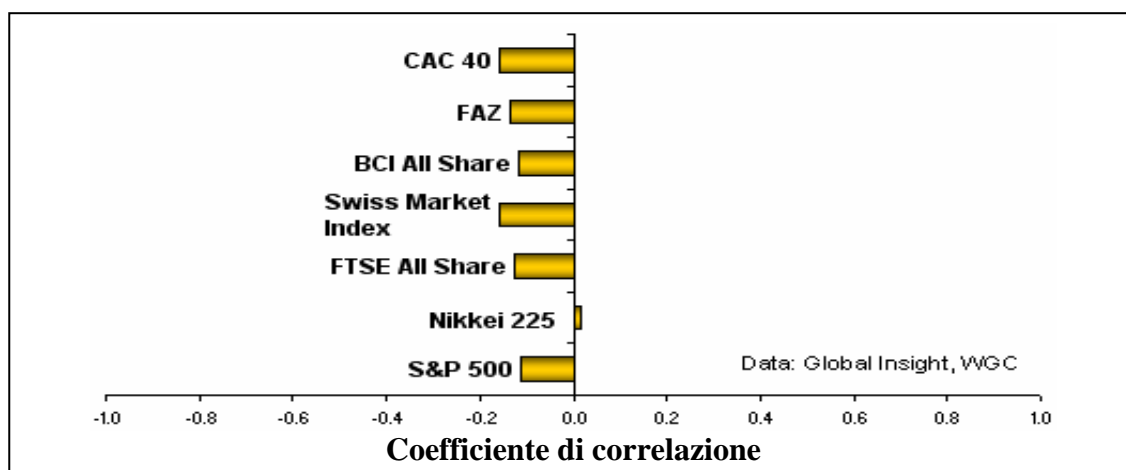
---

<sup>8</sup> World Gold Council, [www.gold.org](http://www.gold.org)

<sup>9</sup> Si ricorda che il rischio di un portafoglio è distinguibile fra *rischio sistematico* ( $\beta$ ) ovvero il rischio insito nel mercato e pertanto non eliminabile e il *rischio specifico*, invece eliminabile, afferente alle singole asset class e alle caratteristiche di ciascuna. Pertanto ogni riferimento all'abbattimento o riduzione del rischio di portafoglio è da ascrivere al solo rischio effettivamente eliminabile ossia lo specifico.

Si ricorda inoltre che mentre il rendimento di un portafoglio è sempre pari alla media aritmetica ponderata dei rendimenti delle singole asset class che lo compongono, per il calcolo del rischio non vale di norma la stessa regola. Infatti nel calcolare quest'ultima informazione si deve tener conto delle correlazioni esistenti fra le coppie di asset class usate nella costruzione del portafoglio. Tali correlazioni sono espresse attraverso il coefficiente di correlazione  $\rho$  (rho) che può assumere valori compresi fra -1 e +1. Un coefficiente di correlazione pari a -1 identifica una perfetta correlazione negativa fra le asset class ovvero la possibilità di giungere ad un portafoglio a rischio specifico nullo; viceversa un valore di  $\rho=+1$  identifica una perfetta correlazione positiva e quindi l'impossibilità di trarre benefici di diversificazione che invece sono avvertiti anche con un coefficiente  $\rho=0$ , identificativo di asset class fra loro indipendenti.

**Figura 3.6 – Correlazioni registrate fra i principali indici azionari mondiali e il prezzo dell'oro in USA dal gennaio 1989 al gennaio 2006**



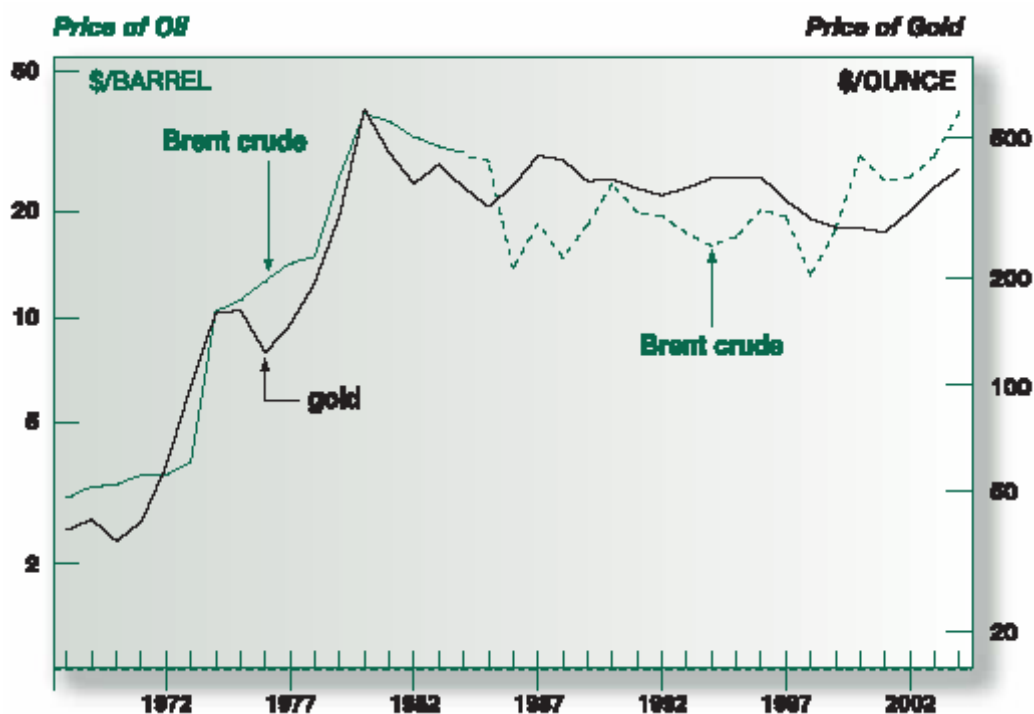
Fonte: *www.gold.org, Global Insight, World Gold Council, Londra, luglio 2006*

Un ulteriore interessante confronto è realizzabile fra l'andamento del prezzo dell'oro giallo e quello dell'oro nero, ovvero il petrolio.

Da un punto di vista pratico non vi è dubbio che investire nel primo comporti meno problemi in termini di stoccaggio rispetto al secondo se non altro semplicemente per le diverse forme fisiche tradizionali nelle quali può essere acquistato quali lingotti, piastre, monete, medaglioni e oggetti di oreficeria in genere. Ciononostante negli ultimi anni il prezzo del petrolio ha subito rapide ascese con ripercussioni non indifferenti sui costi e sui consumi di privati ed aziende innescando la necessità da parte delle autorità monetarie di intervenire con politiche restrittive al fine di fronteggiare e ostacolare un'eccessiva crescita dell'inflazione. La figura 3.7 confronta le dinamiche dei prezzi dell'oro e del petrolio nel periodo 1968-2005 evidenziando una tendenziale maggiore volatilità nel prezzo del combustibile piuttosto che del metallo. Questo comportamento supporta l'idea che il prezzo dell'oro rifletta pressioni inflazionistiche in generale, mentre quello del petrolio risente principalmente di informazioni specifiche relative al settore energetico<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> David Ranson, "Why gold, not oil, is the superior predictor of inflation", World Gold Council, pag. 3, London, November 2005

**Figura 3.7 – Dinamica dell’andamento del prezzo dell’oro e del petrolio in U\$A dal 1968 al 2005**



Fonte: David Ranson, “Why gold, not oil, is the superior predictor of inflation”, World Gold Council, London, November 2005

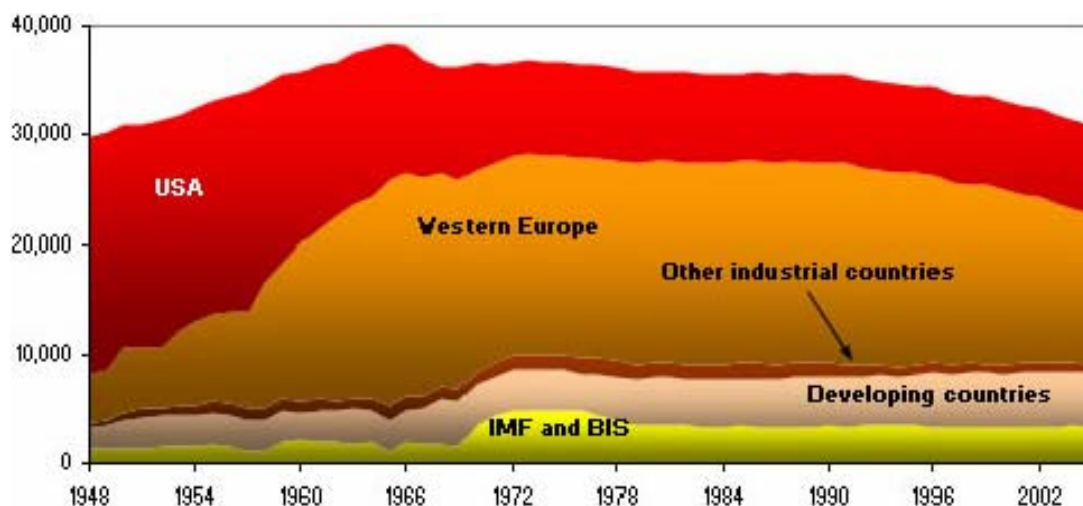
Il prezzo dell’oro è determinato principalmente dalla domanda e dall’offerta ma anche da altre variabili quali l’apprezzamento/deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute, il livello d’inflazione, i rendimenti ottenibili da altre forme di investimento, le dimensioni del mercato dei contratti derivati, le dinamiche dei tassi di interesse<sup>11</sup>.

L’offerta di oro sul mercato dipende in parte dalla quantità estratta dalle miniere ma in maniera ancora più sensibile è influenzata dal comportamento delle Banche Centrali. Nella storia dell’economia l’oro ha sempre svolto una funzione prioritaria nella stabilità monetaria internazionale a partire dal 1880 con l’istituzione del cosiddetto *gold standard*, attraverso il quale l’ammontare di moneta in circolazione era legata alla quantità di oro stoccato presso le Banche Centrali dei paesi aderenti e la conversione delle banconote avveniva sulla base di un cambio prefissato. Il meccanismo dei cambi fissi trovò conferma con gli accordi di Bretton Woods del 1944 con la costituzione del Fondo Monetario Internazionale per essere poi abbandonato negli anni ’80 e nel 1999 il

<sup>11</sup> Rossella Campanini, Filippo Cappio, “Investire in oro”, Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 34

Central Bank Gold Agreement giunse a stabilire nuove limitazioni ai quantitativi in vendite delle riserve aurifere da parte delle Banche Centrali aderenti all'accordo.

**Figura 3.8 – Andamento delle riserve aurifere delle Banche Centrali nel periodo 1948-2005 (valori in tonnes)**

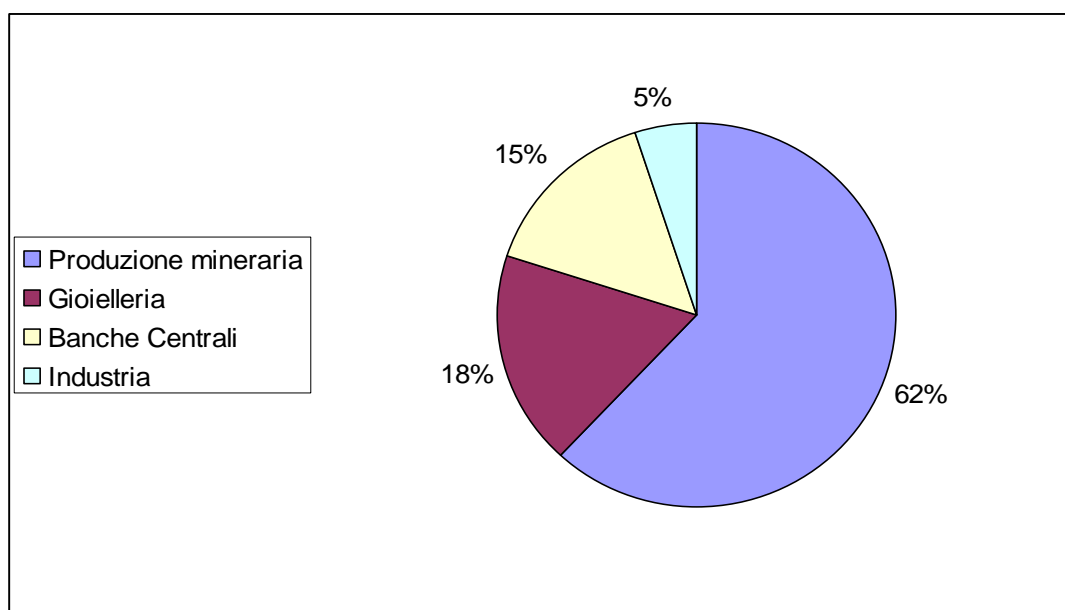


Fonte: World Gold Council, [www.gold.org](http://www.gold.org)

Non si deve inoltre tralasciare una caratteristica peculiare dell'oro che ne influenza direttamente la quantità dell'offerta; il fatto di essere un metallo praticamente indistruttibile genera un fenomeno di riciclo tale da rendere la quantità immensa ex novo sul mercato in un certo periodo disponibile anche negli anni futuri.

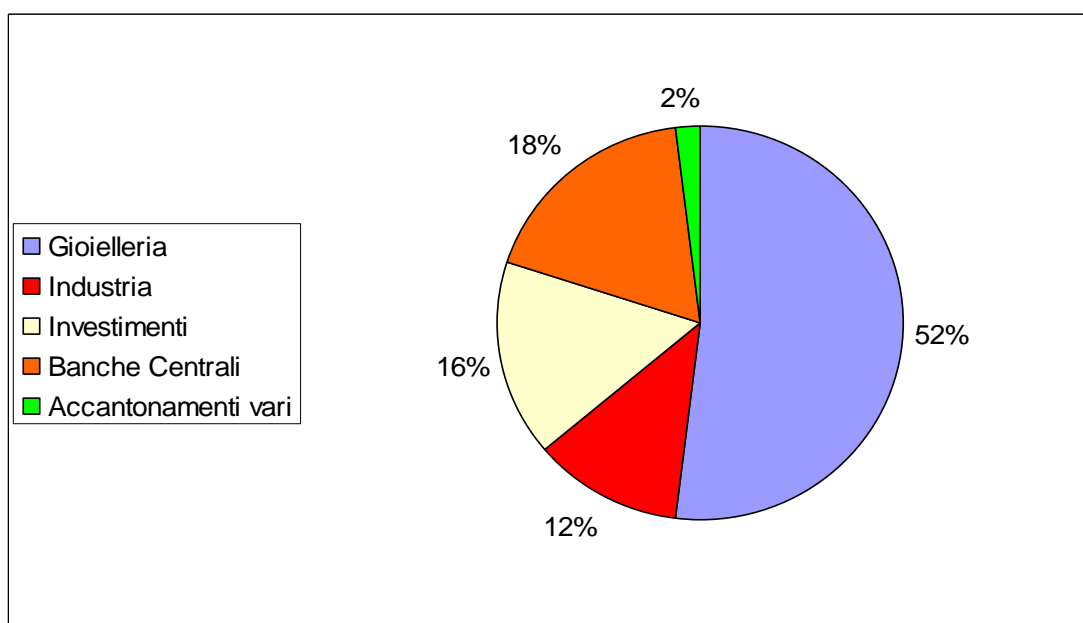
La successiva figura 3.9 mostra in quali settori e con quali percentuali si è verificato tale fenomeno nel periodo 2001-2005, mentre la figura 3.10 mostra la distribuzione dello stock aureo fra i diversi settori alla fine del 2005.

**Figura 3.9 – Utilizzo e riciclo dell'oro "usato" nel periodo 2001-2005**



*Fonte. Nostra elaborazione su dati Gold Fields Mineral Services Ltd. July 2006*

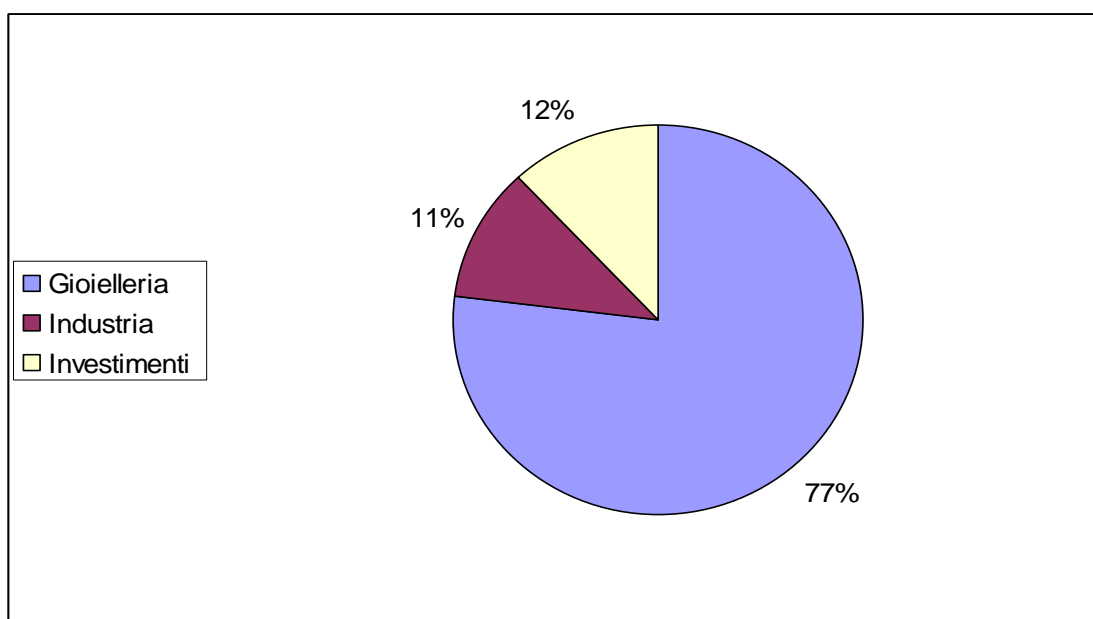
**Figura 3.10 – Distribuzione delle riserve auree a fine 2005**



*Fonte. Nostra elaborazione su dati Gold Fields Mineral Services Ltd. July 2006*

La domanda annuale di oro è riconducibile a tre principali settori così come rappresentato nella figura 3.11: gioielleria, che ha un peso predominante, industria ed investimenti.

**Figura 3.11 – Distribuzione della domanda di oro nel periodo 2001-2005**



Fonte. Nostra elaborazione su dati Gold Fields Mineral Services Ltd. July 2006

La domanda di oro da parte del settore orafa ed industriale è inversamente correlata al livello del prezzo mentre si stima<sup>12</sup> che la richiesta per fini di investimento debba proseguire su un cammino di graduale crescita soprattutto incentivata da instabilità geopolitiche, aumentata volatilità sui mercati finanziari anche a causa dei numerosi scandali verificatisi negli anni recenti, timori di crescita del tasso di inflazione, contemporaneo maggior sviluppo di mercati ad esso dedicati e di relativi canali distributivi, possibilità di trovare nel metallo giallo delle correlazioni negative con altre asset finanziarie, atteggiamento positivo delle Banche Centrali nel voler mantenere l'oro come fonte di riserva monetaria.

Eventuali ostacoli all'utilizzo e all'inserimento di questo particolare bene nei portafogli di investimento possono essere individuati nella poca informazione e conoscenza del mercato dell'oro, eventuali difficoltà di smobilizzo e realizzo, incidenza sulla performance finale dei costi di stoccaggio e di negoziazione nonché l'incidenza sul prezzo di fattori esogeni<sup>13</sup> fra i quali le instabilità geopolitiche dei Paesi estrattori.

<sup>12</sup> Si veda a tal proposito gli studi di Eric J Levin (2005) ed i reports del World Gold Council

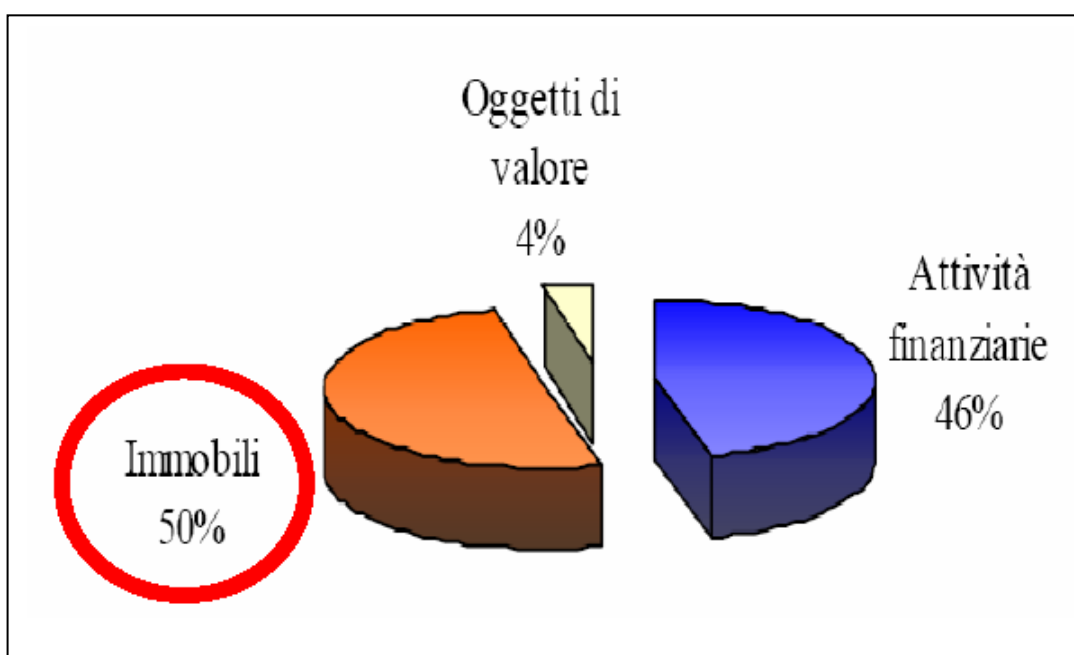
<sup>13</sup> Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 35, Figura 1.9

### 3.2 – Investire in immobili

L'investimento immobiliare diretto era considerato in passato un antagonista del segmento Private 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 ricondurre e quindi a prendere in debita considerazione tale tipologia di investimento in un'ottica di wealth management.

La figura 3.12, relativa all'allocazione della ricchezza dei clienti Private nel 2005 in Europa, evidenzia un rilevante peso degli immobili, incluse le abitazioni principali, che supera addirittura l'investimento in attività finanziarie.

**Figura 3.12 – Allocazione del patrimonio degli UHNMI nel 2005 in Europa**



Fonte: PWC Advisory

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

Per affrontare correttamente il tema dell'investimento diretto nel settore real estate occorre riconoscere una prima oggettiva difficoltà rappresentata dall'assenza di un mercato regolamentato che comporta inevitabilmente una trasparenza pressoché scarsa sulle 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 raffronto<sup>14</sup> anche infrasettoriale<sup>15</sup>.

Ai fini della valutazione degli immobili, a livello teorico si sono sviluppati diversi modelli quali il *metodo del mercato comparativo*, quello *del reddito o del finanziamento*, quello *del costo* e il *criterio della trasformazione*<sup>16</sup>.

Il *metodo comparativo* 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.

Il *metodo dei Flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow DCS)* 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<sup>17</sup>. 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.

---

<sup>14</sup> Gli immobili sebbene potenzialmente simili sotto il profilo tipologico 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.

<sup>15</sup> 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

<sup>16</sup> [www.reag.com](http://www.reag.com)

<sup>17</sup> Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 20-23



Il *metodo del costo* 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.

Infine, il *metodo della trasformazione* si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generanti 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.

In tutti i modelli sopra menzionati 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'uso<sup>18</sup>, ricomprendendovi anche ovviamente i lotti di terreno.

L'acquisto di proprietà residenziali con finalità d'investimento risulta difficilmente monitorabile a causa della possibile "apparente" promiscuità di utilizzo da parte del proprietario che potrebbe ricevere invece dal reale conduttore/utilizzatore un canone di affitto senza una regolare e pubblica trascrizione<sup>19</sup>. Più facilmente monitorabile proprio per la sua funzione e destinazione è invece l'investimento di tipo commerciale per il quale si è stimato nell'anno 2005 in Italia uno stock investito di circa 808,6 miliardi di euro e circa 2.230 miliardi di euro in Europa ripartito fra i segmenti uffici, dettaglio e industriale/logistico così come rappresentato nella figura 3.13, registrando una crescita pari a circa l'85% nel periodo 1999-2005 come dimostrato nella figura 3.14<sup>20</sup>.

---

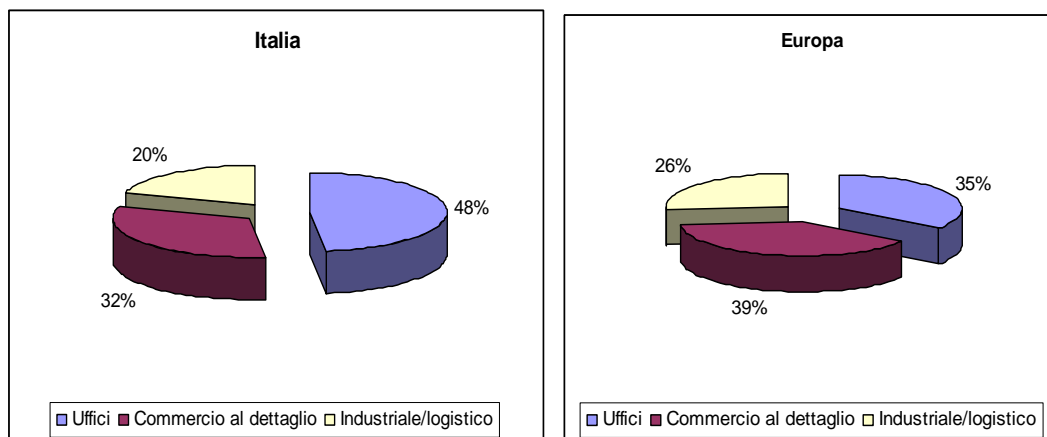
<sup>18</sup> Sulla base della tipologia dell'immobile, oltre che residenziale e commerciale, si può distinguere anche industriale e terziario. Una tassonomia più dettagliata può essere poi realizzata con riferimento specifico alla destinazione d'uso della proprietà che prevede la distinzione fra abitazioni, 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

<sup>19</sup> Si pensi al fenomeno delle "seconde" o "terze" case che risultano ufficialmente sfitte in quanto ritenute utilizzate direttamente dai proprietari e che invece generano fenomeni di locazioni stagionali, o ancora al fenomeno degli affitti agli studenti richiesti per la maggior parte "in nero".

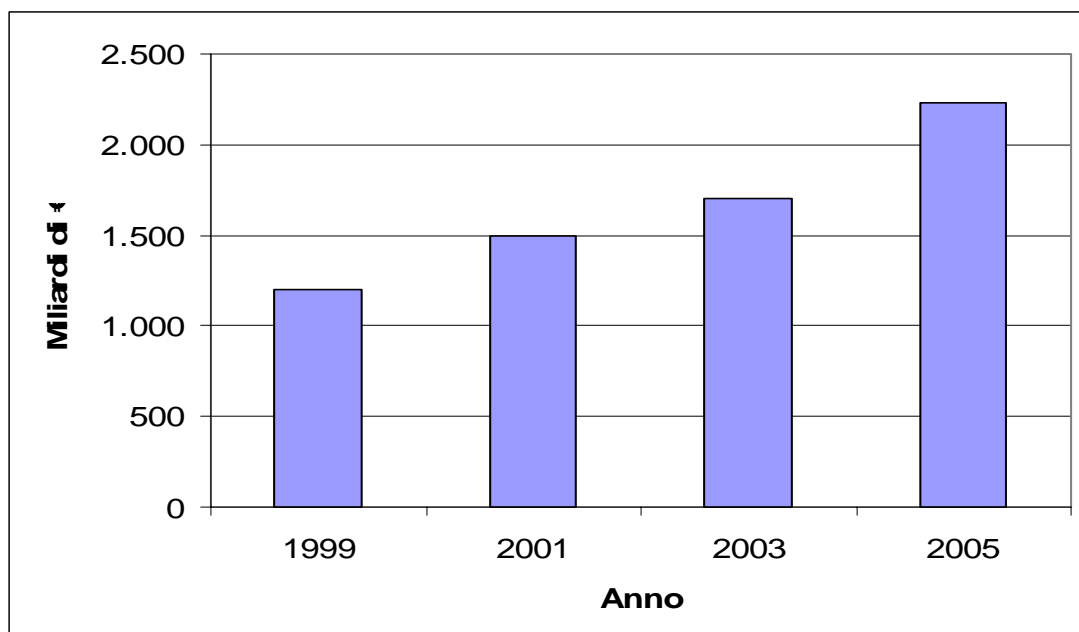
<sup>20</sup> Fonte: Paolo Insom, *"Gli investimenti immobiliari in Europa e in Italia"*, DTZ Research, Milano, 6 giugno 2006, Convegno AIPB dal titolo *"Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking"*

**Figura 3.13 – Ripartizione dell’investimento immobiliare nel segmento commerciale nell’anno 2005 in Italia e in Europa**



Fonte: Nostra rielaborazione su dati DTZ Research

**Figura 3.14 – Trend del valore degli asset commerciali detenuti dagli investitori in Europa nel periodo 1999-2005**



Fonte: Nostra rielaborazione su dati DTZ Research

Il primo vantaggio tradizionalmente riconosciuto alle attività immobiliari e che quindi ne giustifica l’inserimento in un portafoglio di investimento già diversificato in azioni,

obbligazioni ed altri settori economici, risiede nella capacità di garantire una buona protezione dall'inflazione.

Il confronto sul tema non può essere perfetto a causa, come già accennato, della mancanza di un mercato ufficiale del real estate; tuttavia, basandosi su stime che tendono ad avvicinarsi alla realtà, si può osservare come negli ultimi cinque anni i prezzi medi delle abitazioni sono aumentati del 55% a livello nazionale<sup>21</sup> mentre nel resto dell'Europa l'incremento oscilla fra il 6% e l'11,6%<sup>22</sup>. Ampliando il periodo di osservazione, il mercato immobiliare residenziale in Italia dal 1965 al 2005 è caratterizzato da un trend di crescita costante delle quotazioni con la sola eccezione del periodo compreso fra il 1974 e il 1992 durante il quale si sono registrate delle improvvise oscillazioni ma nessun tracollo<sup>23</sup>.

L'evidenza empirica dimostra che il rendimento delle attività immobiliari è positivamente correlato con le variazioni del livello generale dei prezzi<sup>24</sup>. La più plausibile delle spiegazioni a tale fenomeno risiede nel fatto che gli immobili sono attività reali ed è prassi di mercato indicizzare parzialmente o totalmente i canoni di affitto all'inflazione<sup>25</sup>.

La successiva figura 3.15 illustra la dinamica dell'andamento dei prezzi delle abitazioni e degli uffici in Italia al netto dell'inflazione, fra il 1992 e il 2005, rilevando una notevole crescita in termini reali del valore degli immobili ad uso residenziale a partire dal 1998 mentre i prezzi degli uffici a fine 2005 non avevano ancora raggiunto, a valori reali, quelli registrati nel 1992<sup>26</sup>.

---

<sup>21</sup> Fonte: *Pirelli RE, Scenari Immobiliari*

<sup>22</sup> Fonte: *Prometeia*

<sup>23</sup> Fonte: *Scenari Immobiliari*

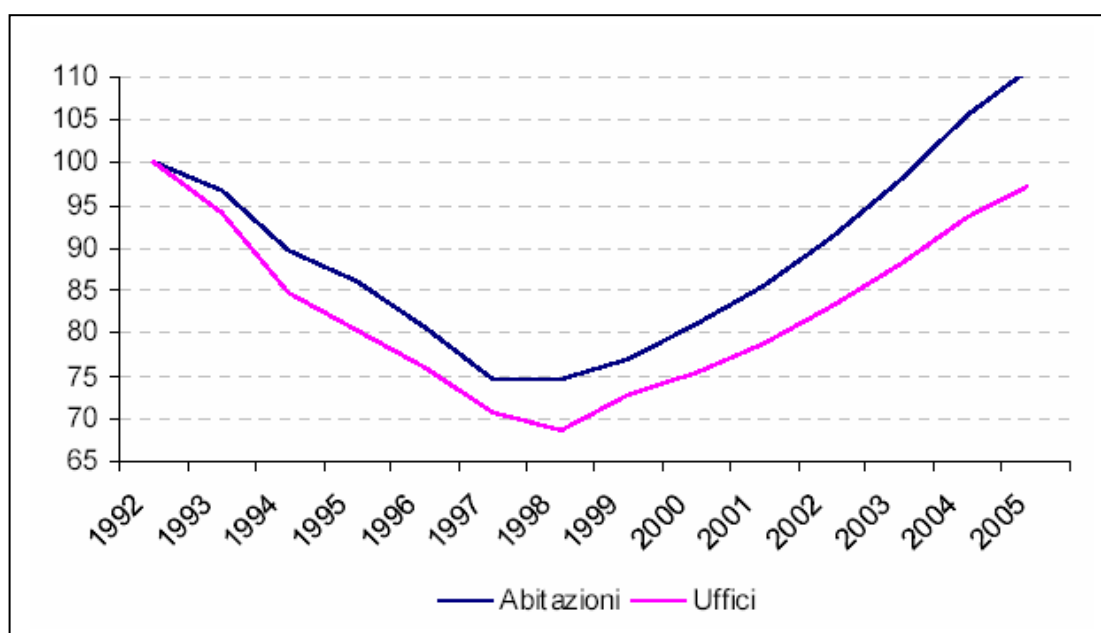
<sup>24</sup> Si veda a tale proposito: R.G. Ibboston e L.B. Siegel, "Real estate returns: a comparison with other investment" in "AREUA Journal", n. 12, pag. 3, 198;

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

<sup>25</sup> Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 65

<sup>26</sup> 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"

**Figura 3.15 – Andamento dei prezzi reali degli immobili in Italia (1992-2005)**



Fonte: Nomisma

Un'altra importante caratteristica riconosciuta ai beni immobili è quella di presentare una bassa correlazione positiva<sup>27</sup> con le altre classi di investimento e quindi se opportunamente inseriti in un portafoglio diversificato consentono di ridurre il rischio complessivo. Ancora una volta risulta difficile considerando la non omogeneità del mercato real estate e la mancanza di adeguate serie storiche di lungo periodo per alcuni paesi, quali per esempio l'Italia, calcolarne dati oggettivi e globali in termini di rischio-rendimento. Con riferimento al mercato statunitense è invece disponibile l'indice NCREIF<sup>28</sup> 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 specializzati. La tabella 2 indica i valori degli indici di correlazione calcolati nell'arco temporale 1978-2005 fra l'investimento immobiliare diretto (indice NCREIF) e il mercato azionario americano, rappresentato dallo S&P500, e le obbligazioni governative USA<sup>29</sup> con scadenza 10 anni (UST10Y) dalla quale si evince che l'inserimento nel portafoglio della componente real estate ne produce

<sup>27</sup> Si veda la precedente nota n. 9 del presente capitolo.

<sup>28</sup> Oltre all'indice NCREIF è disponibile, sempre con riferimento al mercato statunitense, anche l'indice NAREIT che invece considera l'investimento immobiliare effettuato attraverso strumenti finanziari, Fondi immobiliari in primis.

<sup>29</sup> Per la parte obbligazionaria si è scelta volutamente la componente governativa per avere dati storici in termini di rischio-rendimento non inficiati da eventuali credit default.

un'effettiva riduzione del rischio grazie a valori di correlazione bassi e specificatamente tendenti allo 0.

**Tabella 2 – Matrice delle correlazioni (1978-2005) fra investimento immobiliare diretto, azioni ed obbligazioni**

	<i>S&amp;P 500</i>	<i>NCREIF</i>	<i>UST10Y</i>
<i>S&amp;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*

Il giudizio positivo all'introduzione diretta di immobili nella composizione di un portafoglio finanziario, deve però tener presente alcuni rischi che ruotano attorno al real estate.

Alla mancanza di un mercato omogeneo, alla carenza di dati ed informazioni e alla frammentazione del settore cui si è già fatto cenno, occorre aggiungere anche 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 dei tempi lunghi di esecuzione e costi elevati a causa principalmente delle specifiche caratteristiche costruttive di ogni immobile e l'asimmetria informativa 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 ribassato<sup>30</sup>. 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 sostenerne l'investimento *tout court* con conseguente necessità di valutare, assieme al proprio Private Banker, alcune valide soluzioni di indebitamento.

---

<sup>30</sup> Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 98-99

Prima di procedere ad un investimento immobiliare diretto è opportuno inoltre verificare anche il *rischio property*<sup>31</sup> ovvero l'attenta e minuziosa verifica di alcuni elementi che possono impattare direttamente sul valore del bene. Il potenziale acquirente dovrebbe quindi prendere in esame 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 costruzione nonché la dotazione impiantistica interna. Tutto ciò in quanto gli immobili sono soggetti ad un rapido deterioramento causato sia dall'inquinamento atmosferico sia dalle caratteristiche tecniche di costruzione. Un'ulteriore verifica è opportuna 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 ne possono limitare e a volte svilire il diritto di proprietà medesimo; sulla rendita attribuita al bene che deve essere omogenea ad altre unità similari<sup>32</sup>.

Altro fattore di rischio che impatta direttamente sul ritorno immediato dell'investimento diretto in immobili è relativo alla figura dell'eventuale locatario<sup>33</sup>. E' verosimile che un investitore Private acquisti un immobile sia esso ad uso residenziale che industriale/commerciale e lo tenga sfitto in attesa di una rivalutazione futura del suo valore, ma è altrettanto ragionevole attendersi che la proprietà venga locata, al fine di ottenerne un rendimento immediato<sup>34</sup> in attesa di una plusvalenza maturanda nel tempo sul capitale investito. In questa seconda prospettiva la morosità, insolvibilità o litigiosità del locatario possono compromettere la regolare riscossione del canone alterando la cadenza dei flussi finanziari in entrata ed avere ripercussioni a cascata sull'asset allocation del portafoglio di investimento del locatore.

Il *rischio di contesto*<sup>35</sup> racchiude invece una serie di fattori esogeni che possono influenzare il valore dell'immobile ed il relativo rendimento di locazione. Fra di essi particolare rilevanza assume il rango della città in cui l'asset è ubicato, la posizione dell'edificio all'interno del contesto urbano nonché le caratteristiche della domanda-

---

<sup>31</sup> Federica Ielasi, "Identificazione e tassonomia dei rischi immobiliari", in a cura di Claudio Cacciamani, "Il rischio immobiliare", Egea, Milano, anno 2003, pag. 27

<sup>32</sup> 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

<sup>33</sup> Federica Ielasi, *op. cit.*, pag. 5-6

<sup>34</sup> Il canone di locazione è assimilabile al "rendimento cedolare lordo" di un titolo obbligazionario

<sup>35</sup> Federica Ielasi, *op. cit.*, pag. 27

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 vicinanza ad aree commerciali, l'immediatezza delle vie di comunicazione, la presenza di aree verdi, progetti futuri nell'area.

Un elemento critico da tenere in debita considerazione è l'influenza che il *fattore moda* può avere sui prezzi degli immobili, specialmente per quelli ad uso residenziale. Negli ultimi quattro anni, ad esempio, i prezzi di vecchi ruderi, che praticamente necessitano di essere ricostruiti ex novo, ubicati nelle zone interne delle isole Eolie hanno registrato un incremento che oscilla tra l'80% e il 90%<sup>36</sup> raggiungendo in molti casi le quotazioni di abitazioni localizzate nei pochi centri dell'arcipelago<sup>37</sup>. Il motivo di una crescita così consistente è da ricercarsi nell'incremento della domanda proveniente principalmente da investitori stranieri (in particolare tedeschi, inglesi e svizzeri) spinti all'acquisto semplicemente dalla moda del momento.

Un altro esempio interessante di come la moda possa influire sui prezzi delle abitazioni residenziali è fornito dal *loft*, uno spazio di grande dimensione originariamente utilizzato per uso produttivo o artigianale, dismesso e riattato a residenza molto particolare. Non esistono pertanto immobili che nascono come *loft* ma si ricavano da una preesistente struttura attraverso una costosa ed impegnativa opera di ristrutturazione che consente tuttavia un elevato grado di personalizzazione<sup>38</sup>. I prezzi di queste unità abitative in Milano sono saliti dal 2001 al 2005 in media di circa il 14% in più rispetto al valore di mercato mediamente attribuito agli alloggi tradizionali.

L'unico neo dei *loft* è che essendo un prodotto immobiliare "alla moda" non è detto che fra 10-15 anni sia ancora richiesto.

Ulteriore rischio, non di secondaria importanza, è la capacità della Private Bank o del consulente di affrontare la gestione di un investimento real estate (*property & facility management*). La gestione integrata della componente immobiliare in un portafoglio multi-asset può essere scomposta nella definizione dell'asset allocation (in cosa

---

<sup>36</sup> Fonte: *Scenari Immobiliari*

<sup>37</sup> Un prezzo oscillante fra i 3.000,00 e i 3.500,00 euro al mq. Fonte: *Scenari Immobiliari*

<sup>38</sup> Solitamente i *loft* sono ricavati da vecchie autorimesse, falegnamerie, laboratori o fabbriche abbandonate. La planimetria tipica consiste in un grande open space con soppalco per la camera da letto e servizi. Per il fatto di avere una destinazione d'uso non residenziale, il costo dell'immobile che verrà trasformato in *loft* 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

investire), nella scelta della modalità di investimento (come investire) e da ultimo nella vera e propria attività gestoria (come gestire)<sup>39</sup>.

La figura 3.16 fornisce una rappresentazione schematica delle aree e dei servizi nei quali potrebbe essere richiesto l'intervento di una Private Bank<sup>40</sup>.

**Figura 3.16 – Aree di offerta consulenziale nel settore real estate**

<i>Valuation</i>	<i>Advisory &amp; Investment</i>	<i>Property Consultino</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

<sup>39</sup> Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 125-126

<sup>40</sup> [www.reag.com](http://www.reag.com)



### 3.3 – Investire in arte

La clientela privata si rivolge al settore dell'arte con sempre maggiore interesse nel tentativo di conciliare l'esigenza di realizzare un buon investimento con il desiderio di appagare il proprio senso estetico. Parlando di mercato dell'arte la prima forma di acquisto che viene alla mente sono i quadri e le 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<sup>41</sup>, moderne<sup>42</sup>, ottocentesche<sup>43</sup> e antiche<sup>44</sup>, archeologia e arte tribale si aggiungono gioielli e orologi da collezione nonché mobili antichi, moderni e contemporanei e 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 collezionisti<sup>45</sup>.

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. Infatti le asimmetrie informative fra venditori ed acquirenti possono essere enormi e creare ampie oscillazioni di prezzo; la negoziazione di un'opera d'arte richiede notoriamente tempi lunghi e il sostenimento di costi particolarmente elevati<sup>46</sup>.

Nonostante queste caratteristiche peculiari e limitative, il mercato dell'arte gode certamente di buona salute come confermato dai dati riportati nella figura 3.17 relativi al volume d'affari nell'anno 2005 pari a ben 3,38 miliardi di euro con un incremento del 19% rispetto al 2004 generato dai segmenti rappresentati nella figura 3.18<sup>47</sup>.

---

<sup>41</sup> Dagli anni '50 ai giorni nostri.

<sup>42</sup> Dalle avanguardie del primo Novecento al secondo dopoguerra

<sup>43</sup> Dal Neoclassicismo alle avanguardie del primo novecento

<sup>44</sup> Dall'età medievale al Neoclassicismo

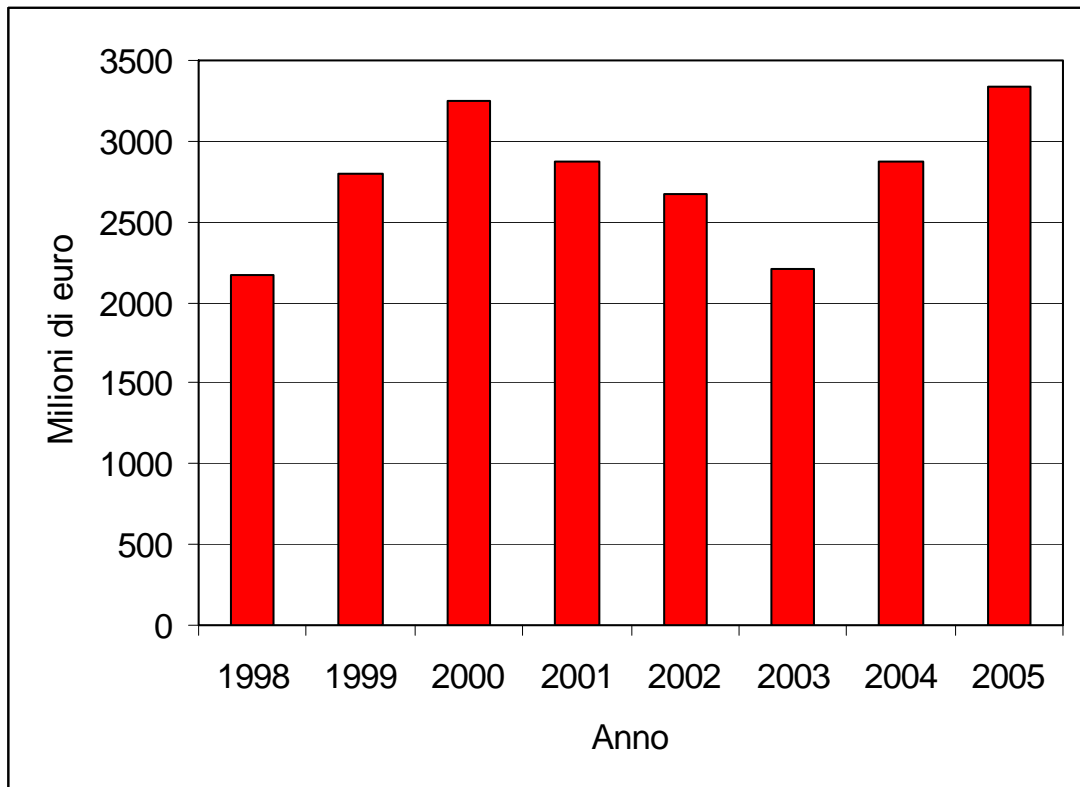
<sup>45</sup> Negli ultimi anni hanno assunto maggiore importanza il settore della fotografia d'autore, quello dei poster cinematografici e dei manifesti pubblicitari, i fotogrammi in celluloide (detti "cell") di celebri cartoni animati. Altro settore in crescita è quello dei "memorabilia" ossia oggetti 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.

<sup>46</sup> 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: Christie's, Sotheby's*

"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.*

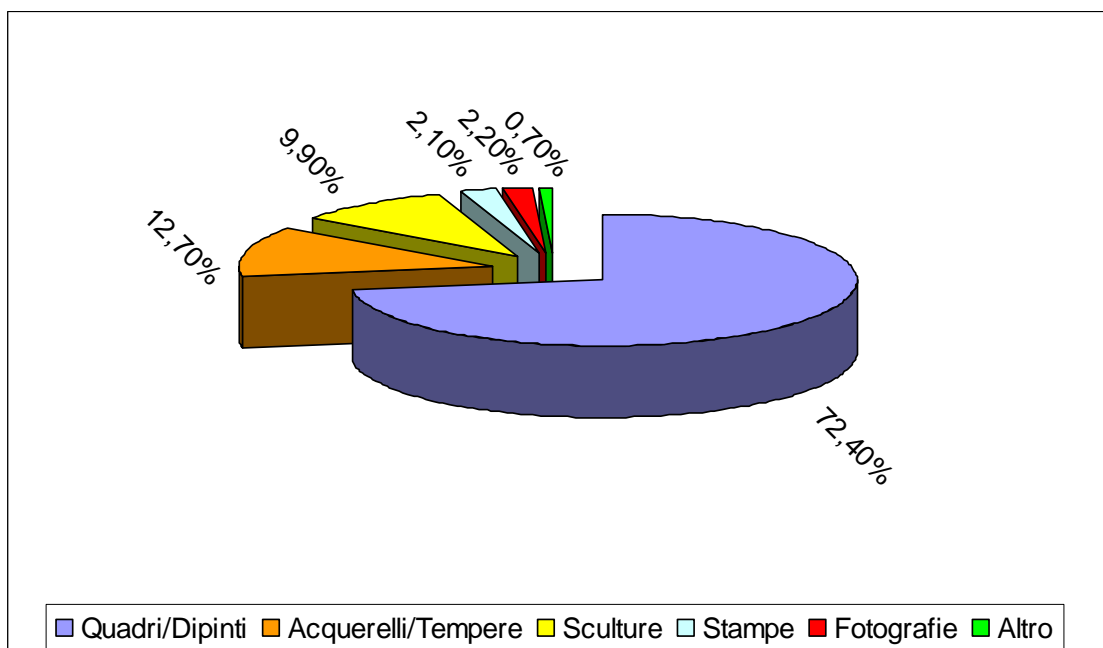
<sup>47</sup> *Artprice, « Art Market Trends – Tendances du marché de l'art 2005 », anno 2006*

**Figura 3.17 – Andamento del volume d'affari del mercato mondiale dell'arte (1998-2005)**



Fonte: Artprice

**Figura 3.18 – Peso settoriale nella determinazione del volume di affari realizzato a livello mondiale nell'anno 2005**



Fonte: Artprice

L'investimento in un'opera d'arte non genera rendite periodiche come invece potrebbe accadere per altre forme di investimento finanziario e il rendimento complessivo deriva pertanto semplicemente dalla differenza fra il valore di realizzo e il prezzo di acquisto che notoriamente risulta positiva in un'ottica di lungo termine.

Dall'altro lato le opere d'arte sono per loro natura uniche e se è vero che non creano direttamente dividendi monetari possono nel contempo generare per l'acquirente un cosiddetto "*dividendo estetico*" ossia il piacere e appagamento personale che deriva dall'acquisto di un bene connotato da una forte valenza simbolica e da un evidente valore decorativo. A tale proposito è possibile distinguere fra gli investitori collezionisti/appassionati e gli improvvisati/speculatori. Per entrambi, ma soprattutto per i secondi, è importante ricordare che alla base della politica degli investimenti vi è la regola del "non innamorarsi" dell'oggetto ma bensì di considerarlo semplicemente uno strumento essendo la sua finalità quella di accrescere il valore complessivo del patrimonio in gestione.

L'eterogeneità e 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.

Fra le varie segmentazioni fattibili, una in particolare è universalmente accettata dagli esperti in materia e si basa sul periodo di datazione dell'opera distinguendo fra *antichi maestri, XIX secolo, primo novecento e arte contemporanea*<sup>48</sup>.

Questa classificazione risulta essere estremamente interessante con riferimento al rischio sopportabile da un investitore; infatti il mercato dell'arte antica è caratterizzato da una sostanziale stabilità 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 Gabrius Art Index<sup>49</sup> e il Mei/Moses Art Index<sup>50</sup>.

Il primo indice è costruito come media ponderata delle aggiudicazioni realizzate dalle principali case d'asta del mondo mentre il secondo confronta il prezzo originario di

---

<sup>48</sup> [www.gabrius.com](http://www.gabrius.com)

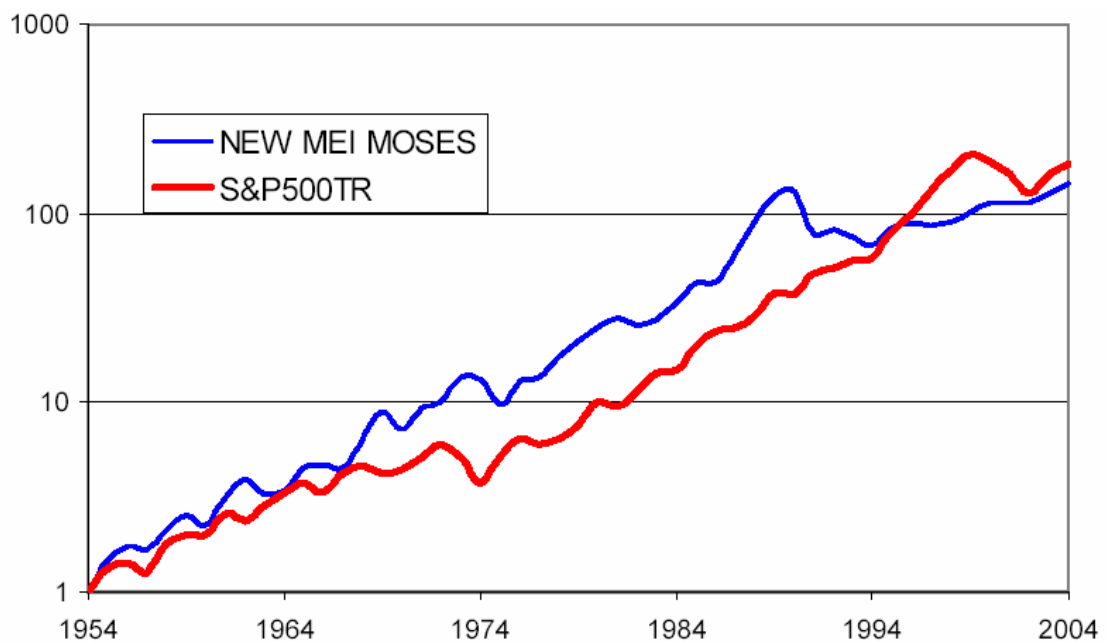
<sup>49</sup> Indice creato dall'art advisory Gabrius – [www.gabrius.com](http://www.gabrius.com)

<sup>50</sup> Indice creato dai Professori Jiangping Mei e Michael Moses della New York University's Stern School of Business

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 tali indici consente di effettuare coerenti confronti con i benchmark rappresentativi dei mercati finanziari quali lo S&P 500 come rappresentato nella figura 3.19<sup>51</sup> nella quale non è tracciato l'andamento dell'indice Gabrius in quanto simile al Mei Moses.

**Figura 3.19 – Andamento storico degli ultimi 50 anni dello S&P 500 e del Mei Moses Art Index**



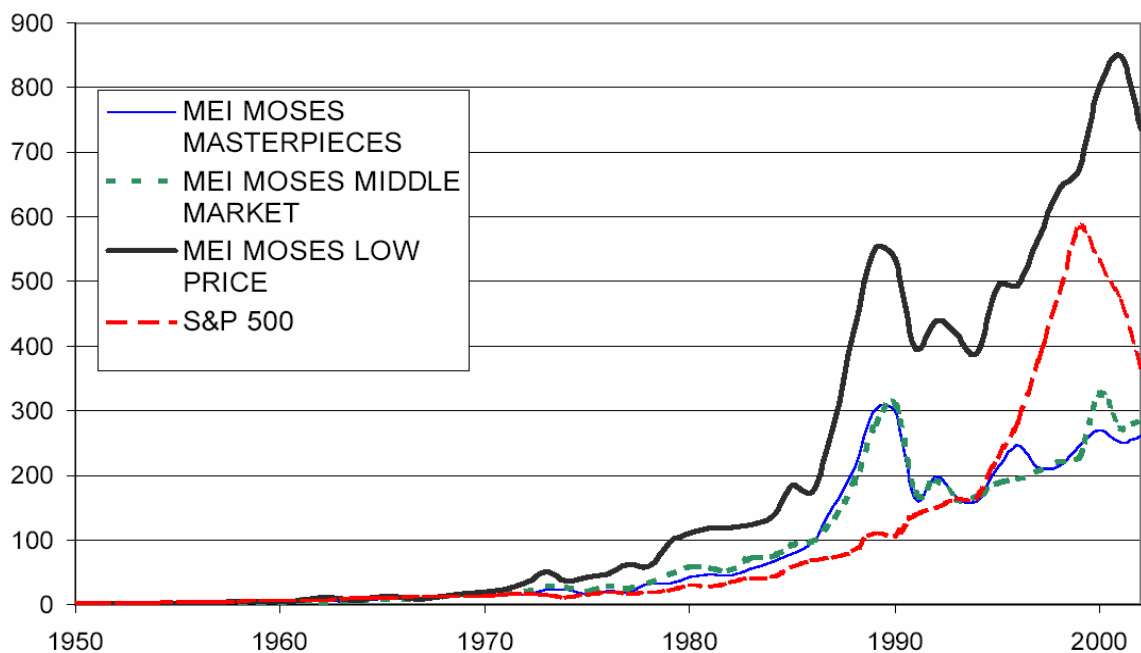
Fonte: Mei Moses<sup>TM</sup> Family of Fine Art Indices

Esaminando gli andamenti storici dei benchmark considerati si evince che il rendimento medio annuo del Mei Moses Index Art su un arco temporale di 50 anni è stato pari al 10,5% non molto distante da quello fatto registrare per lo stesso periodo dallo S&P 500 risultante pari al 10,9%<sup>52</sup>. Tuttavia considerando gli anni compresi fra il 2001 e il 2005 si assiste ad una migliore performance dell'indice artistico rispetto a quello dell'azionario globale americano anche se tale risultato non è comune a tutti i segmenti che compongono il mercato dell'arte come dimostrato nella figura 3.20.

<sup>51</sup> Fonte: Mei Moses<sup>TM</sup> Family of Fine Art Indices, anno 2006

<sup>52</sup> Daniel Gross, "Is art a good investment?", abstract *Parting for Profit*, 21 giugno 2006

**Figura 3.20 – Dinamiche di confronto fra S&P500 e segmenti del Mei Moses Index**



Fonte: Mei Moses<sup>TM</sup> Family of Fine Art Indices

Le dinamiche degli indici “settoriali” in cui viene scomposto il mercato dell’arte da Moses e Mei conferma la tesi secondo la quale gli oggetti di più basso costo (“low price”) presentano una maggiore volatilità e quindi maggiori possibilità di crescita di valore rispetto ai beni più costosi (“masterpieces”).

L’andamento grafico della figura 3.19 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 alimentata dalla ricchezza che è fortemente influenzata dall’andamento delle borse. In una situazione di rallentamento o decremento dei mercati azionari, alcune categorie di compratori scomparirebbero immediatamente e al tempo stesso aumenterebbero i venditori.

Mei e Moses<sup>53</sup> hanno calcolato le correlazioni esistenti fra l’indice globale del mercato dell’arte che porta i loro nomi e i principali indici finanziari giungendo ai risultati riassunti nella tabella 3.

<sup>53</sup> Jianping Mei, Michael A. Moses, “Vested interest and biased price estimates: evidence from an auction market”, an article submitted to *The Journal of Finance*, n. 60, ottobre 2005, pag. 2409ss

**Tabella 3 – Coefficienti di correlazione fra Mei Moses All Art Annual Index Art 2005 e gli altri benchmark finanziari**

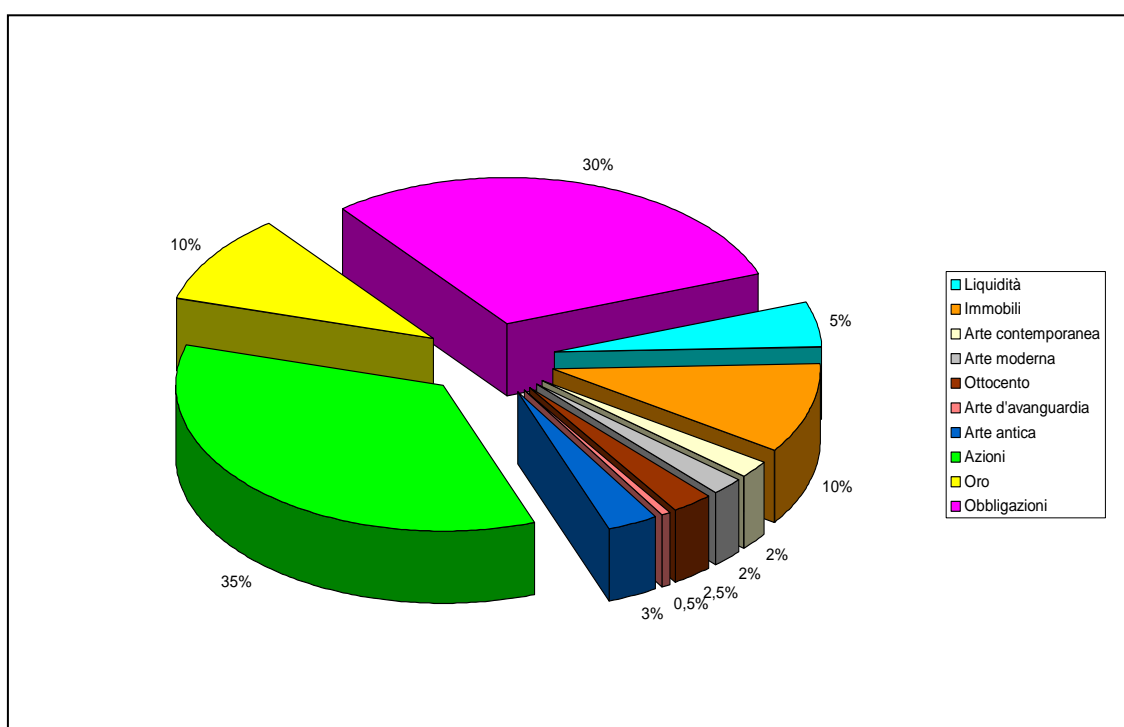
	<i>S&amp;P 500</i>	<i>MEI MOSES</i>	<i>UST10Y</i>
<i>S&amp;P 500</i>	1	0,05	0,23
<i>MEI MOSES</i>	0,05	1	-0,19
<i>UST10Y</i>	0,23	-0,19	1

*Fonte: Mei Moses – The Journal of Finance*

La presenza di correlazioni tendenti allo zero e addirittura una correlazione negativa fra il mercato dell'arte e quello obbligazionario, consente di operare un processo di diversificazione con positive ripercussioni sulla riduzione del rischio complessivo di portafoglio.

In base al livello di propensione al rischio di ciascun investitore Private è possibile costruire delle asset allocation esemplificative; ad esempio un portafoglio bilanciato aggressivo, comprensivo degli asset non finanziari esaminati fino ad ora, è rappresentato nella figura 3.21, nella quale il 10% destinato alle opere d'arte è stato esploso nelle diverse segmentazioni del mercato.

**Figura 3.21 – Asset allocation di un portafoglio bilanciato aggressivo**



*Fonte: Nostra elaborazione*

Introdurre in un'asset allocation mobiliare investimenti in opere d'arte con opportuni pesi e adeguata diversificazione infrasettoriale consente di ridurre il rischio complessivo di portafoglio addirittura del 20%<sup>54</sup>.

Un segmento particolare è invece rappresentato dai libri e manoscritti antichi per i quali è possibile trovare una discreta scelta di prezzi in quanto la valutazione dipende dalla tiratura, dalla conservazione della carta, se vi sono pagine mancanti, la tipologia della stampa e il tipo di rilegatura mentre per gli autografi di personaggi illustri, essendo beni unici, sono richiesti investimenti particolarmente elevati<sup>55</sup>.

E' evidente come in un mercato così variegato e disomogeneo la possibilità di incappare in falsi o contraffazioni sia molto elevata pertanto all'investitore è richiesta una conoscenza personale molto approfondita del tema 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.

---

<sup>54</sup> Jianping Mei, Michael A. Moses, "*Vested interest and biased price estimates: evidence from an auction market*", an article submitted to *The Journal of Finance*, n. 60, ottobre 2005, pag. 2409ss

<sup>55</sup> Nel primo semestre 2006 una lettera autografa di Giacomo Leopardi firmata all'editore A. F. Stella è stata battuta in asta da Christie's per 32.240,00 euro

### 3.4 – *Investire in vino*

Un investimento alternativo che negli ultimi tempi sta assumendo una crescente importanza 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. E' infatti "il tempo" a decidere se un'annata avrà più o meno valore in quanto quando piove in abbondanza la qualità del vino prodotto scende e, viceversa, nelle annate con più sole si producono vini più pregiati. 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; una bottiglia di Chateau Margot, per esempio, non può sostituirsi con un'altra bottiglia di un anno diverso<sup>56</sup>.

All'interno delle varie etichette gli esperti distinguono quelle che possono essere assimilate 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 ulteriormente<sup>57</sup>.

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 eccedere anche i 50 anni<sup>58</sup>. Un orizzonte di investimento certamente lungo che trova ulteriore spiegazione nel fatto che i vini invecchiando migliorano, divenendo più corposi, e quelli giovani costano di meno rispetto a quelli oramai decantati. Contemporaneamente è però necessario tener presente uno dei rischi più insidiosi per l'investitore: non bisogna mai

---

<sup>56</sup> In fase di imbottigliamento il vino proveniente da una medesima botte viene imbottigliato in contenitori della stessa forma, dimensione e volume, spesso numerati; il valore dell'investimento in una bottiglia è determinato dal mantenimento nel tempo delle caratteristiche organolettiche del vino che dipendono appunto dalla conservazione.

<sup>57</sup> Peter Lunzer, Director and Wine Adviser, The wine investment fund

<sup>58</sup> Anthony Maxwell in "A ratfer liquid investment" interview by Sarah Turner, 31 luglio 2006



dimenticare che una bottiglia ha valore finché il vino è bevibile<sup>59</sup> e, come è noto, col tempo può trasformarsi in aceto. 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.

Dalla considerazione che investire in vino richiede un *holding period* sicuramente pluriennale si desume che siano particolarmente limitate le operazioni di trading rendendo pertanto il mercato poco volatile e caratterizzato da basse correlazioni con altre asset cosicché l'inserimento in portafogli già diversificati in strumenti finanziari ne produce una riduzione del rischio complessivo<sup>60</sup>.

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 indice mondiale del vino di tipo finanziario<sup>61</sup> mentre il London International Vintage Exchange (Liv-ex)<sup>62</sup> ha ideato due indici<sup>63</sup> che hanno ad oggetto le contrattazioni dirette delle bottiglie di vino pregiato. Nei primi sei mesi del 2006 il volume degli scambi al Liv-ex è stato pari a quello registrato nell'intero 2005 ovvero di circa 18 milioni di USA.

---

<sup>59</sup> Christian Roger, amministratore delegato di Vino e Finanza intervista rilasciata a Paola Jadeluca per Repubblica Affari & Finanza del 25 ottobre 2005 nell'articolo "*I grandi vini rendono più delle borse*".

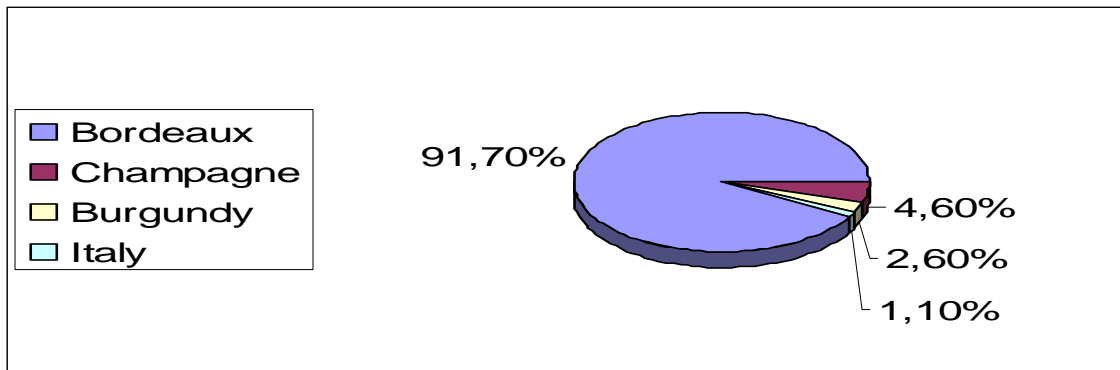
<sup>60</sup> Andrew Davidson, investment manager for the Vintage Wine Fund

<sup>61</sup> L'indice mondiale dei vini realizzato da Mediobanca prende in considerazione i prezzi delle azioni di società vinicole quotate nelle borse internazionali. Si tratta di 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: Ufficio Studi di Mediobanca [www.mbres.it](http://www.mbres.it)*

<sup>62</sup> Si tratta di una piattaforma elettronica per il commercio di vino da investimento lanciata nel luglio 2000.

<sup>63</sup> 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

**Figura 3.22 – Composizione percentuale del Liv-ex 100 a giugno 2006**



Fonte: [www.liv-ex.com](http://www.liv-ex.com)

L'indice Liv-ex 100 attualmente tiene in considerazione le dinamiche dei prezzi di vini prodotti nelle zone Champagne, Italia, Bordeaux e Burgundy con pesi percentuali come dimostrati nella figura 3.22 mentre la sua dinamica (cfr. figura 3.23) evidenzia che dal giugno 2004 l'indice si è incrementato di circa il 40%-45%; una crescita sicuramente ragguardevole determinata da un'offerta limitata abbinata principalmente all'incremento della domanda proveniente da nuovi investitori soprattutto russi e cinesi.

**Figura 3.23 – Andamento del Liv-ex 100 dal gennaio 2004 al giugno 2006**



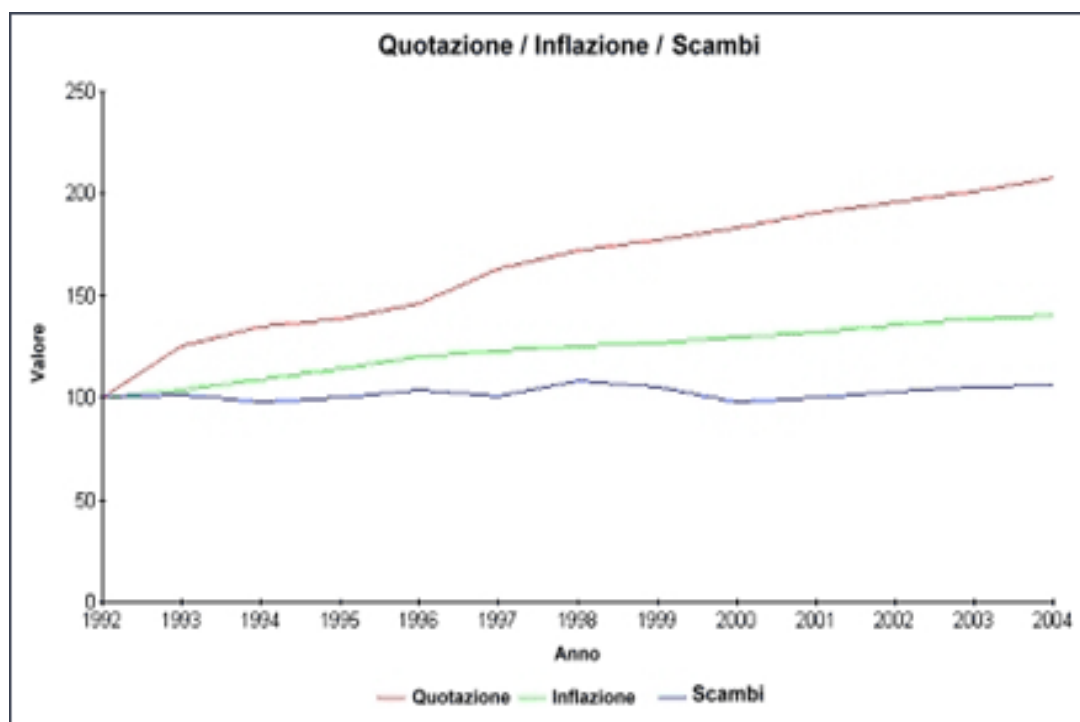
Fonte: [www.liv-ex.com](http://www.liv-ex.com)

### 3.5 – Investire in diamanti

Appagante del gusto estetico, facile da trasportare, riconosciuto ed accettato in tutto il mondo quale mezzo sussidiario di pagamento il diamante può essere definito la valuta più dura del mondo in considerazione delle sue caratteristiche fisiche e del valore riconosciuto rispetto alle sue dimensioni<sup>64</sup>.

Un primo importante e positivo aspetto che giustifica l'investimento fisico in diamanti risiede nell'esistenza, così come per l'oro, 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 in essi registrati si giunge a calcolare che il valore dei diamanti grezzi negli ultimi 35 anni è cresciuto in media del 10% annuo. Nella figura 3.24 è rappresentato l'andamento mondiale del prezzo dei diamanti dal 1992 al 2004 in confronto con la dinamica dell'inflazione dalla quale 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.

**Figura 3.24 – Andamento del valore dei diamanti, dell'inflazione e degli scambi nel periodo 1992-2004 su base mondiale**



Fonte: Investment Diamond Center London

<sup>64</sup> Investment Diamond Centre di Londra, [www.idclondon.com](http://www.idclondon.com)

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 esperti<sup>65</sup> nelle cosiddette “5 C”: Color (colore), Clarity (purezza), Cut (taglio), Carat (peso) e certificato<sup>66</sup>.

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, dalle tonalità più singolari come il rosa, il violetto e l'azzurro a quelle più comuni quali il paglierino e il giallo. La classificazione internazionale<sup>67</sup> viene fatta secondo una scala decrescente che va dalla lettera “D” (bianco o azzurro eccezionale) alla “Z” ma per un diamante da investimento è bene non scendere al di sotto della lettera “I” (bianco con lievi tonalità). Il peso dei diamanti è dichiarato in carati<sup>68</sup> e la quotazione avviene in centesimi di carato.

Il grado di purezza (clarity) viene misurato dalla presenza/assenza di imperfezioni interne nella pietra e secondo le direttive internazionali, 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)<sup>69</sup>. Il diamante può essere sfaccettato in forme differenti, ma soltanto la sfaccettatura 8-simmetrica da brillante con 57 faccette (taglio rotondo) possiede riconoscimento mondiale. Le proporzioni e la simmetria devono essere comprese tra Very Good-Very Good e Good-Good<sup>70</sup>.

Tutti i diamanti da investimento devono essere accompagnati da un certificato di garanzia riconosciuto in tutto il mondo il quale non aumenta il valore della pietra ma tutela il consumatore poiché ne conferma l'autenticità e le caratteristiche specifiche. Gli istituti gemmologi<sup>71</sup> operano in maniera assolutamente neutrale essendo slegati dall'attività di compra-vendita, procedono ad una valutazione del diamante rispettando

---

<sup>65</sup> La classificazione internazionale dei diamanti è stabilita, sulla base delle “5 C”, dalla World Federation of Diamond Bourse (WFDB) e dalla International Diamond Manufacturers Association (IDIMA) disponibile sul sito [www.idb.it](http://www.idb.it)

<sup>66</sup> 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](http://www.davisgioielli.com)

<sup>67</sup> [www.idb.it](http://www.idb.it)

<sup>68</sup> Ogni carato corrisponde a 0,200 grammi

<sup>69</sup> [www.idb.it](http://www.idb.it)

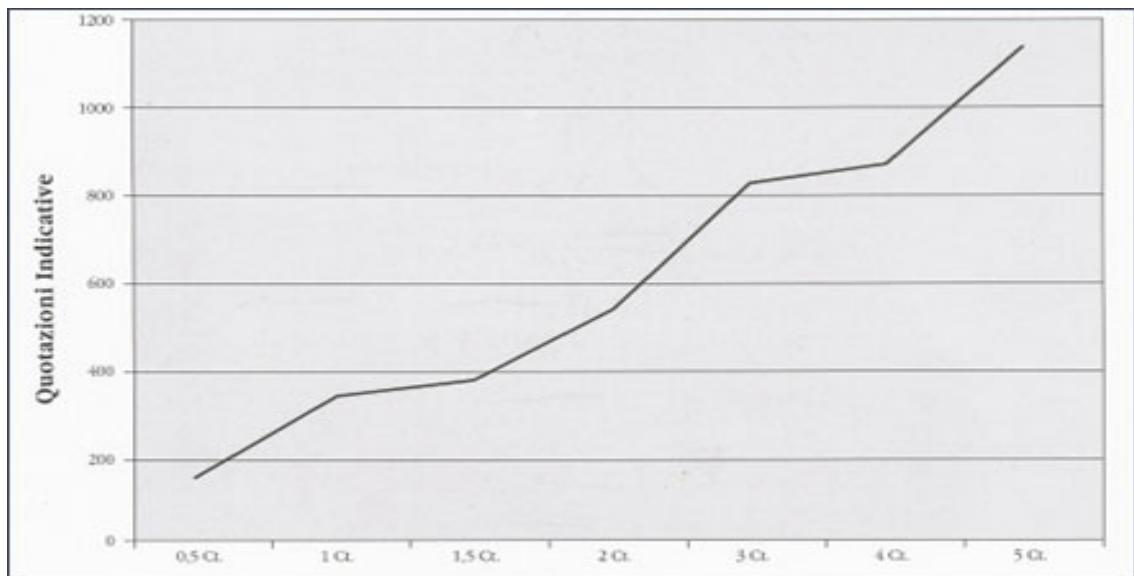
<sup>70</sup> [www.idb.it](http://www.idb.it)

<sup>71</sup> Tre sono gli istituti riconosciuti a livello internazionale ovvero il IGI (International Gemmological Institute di Anversa), l'HRD (Hoge Raad Voor Diamant di Anversa) e il GIA (Gemmological Institute of America).

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 o per una eventuale richiesta di rimborso danni.

Un diamante che rientri nella definizione “da investimento” presenta dinamiche di valore indipendente rispetto agli andamenti di qualsiasi altra asset class<sup>72</sup>; ciò è una conseguenza diretta della struttura degli scambi nel mercato di riferimento che vede come operatore principale la De Beers Consolidated Mines Ltd la quale controlla circa il 75% del mercato dei diamanti. Attraverso due società controllate, la Diamond Producers Association (DPA) e la Central Selling Organization (CSO), la De Beers è in grado di mantenere pressoché costante l’ascesa del valore delle pietre abbinata ad una bassissima volatilità, estraendo e vendendo quantità di diamanti contingentate a seconda delle differenti situazioni macroeconomiche e potenzialità della domanda (cfr. figura 3.25).

**Figura 3.25 – Andamento medio del prezzo dei diamanti colore River D (Extra bianco eccezionale +), di purezza IF (assolutamente puro senza alcuna inclusione ingrandito 10 volte), taglio vg vg (molto bene-molto bene), di 1 carato**



Fonte: De Beers

<sup>72</sup> Ciò significa che il coefficiente di correlazione fra l’investimento diretto in diamanti e altre asset finanziarie è tendente allo zero; inserendo quindi tale bene all’interno di un portafoglio adeguatamente diversificato si ottiene una riduzione del rischio complessivo del medesimo.

Gli esperti consigliano di investire in diamanti circa il 10-15% del patrimonio in un'ottica di medio-lungo termine e comunque per non meno di cinque anni preferendo pietre di peso oscillante tra mezzo carato e un carato e mezzo per facilitarne l'eventuale smobilizzo<sup>73</sup>.

### ***3.6 – Vasaris: l'operatività e il punto di vista di un art advisory sul tema “opere d'arte con finalità di investimento”<sup>74</sup>***

Vasaris è una società costituita nel corso del 2006 da esperti d'arte con elevata esperienza maturata nel settore sia a livello nazionale che internazionale. I principali servizi offerti sono la valutazione e la consulenza su oggetti d'arte sia relativamente alla fase di acquisto che a quella di vendita cui sono affiancati inventariazione e gestione di collezioni, perizie giurate, ricerche d'archivio ed attribuzioni. La società collabora con assicurazioni e banche operanti nel settore Private oltre che ovviamente con collezionisti privati e appassionati in genere. Il target ideale per una società di art advisory è certamente rappresentato da clienti ascrivibili al segmento degli UHNWIs o VHNWIs ma ciò non toglie che anche soggetti con disponibilità limitate possano richiedere una valida consulenza per concludere un affare equilibrato in termini di qualità-prezzo.

Il mondo dell'arte è certamente molto variegato e disomogeneo e pertanto al fine di offrire una valida consulenza in tale settore è essenziale che si instauri un rapporto di assoluta trasparenza e fiducia fra l'advisor e il cliente e che l'atteggiamento dell'esperto non sia viziato da conflitti di interessi. Affinché ciò avvenga è fondamentale seguire alcuni passaggi logici di base: investire molto tempo nel colloquio con il potenziale cliente al fine di comprenderne i gusti, che vanno comunque rispettati; individuare la finalità dell'acquisto; stabilire il budget di spesa sostenibile al fine di scremare preventivamente l'offerta disponibile.

---

<sup>73</sup> Intervista di Claudio Giacobazzi, consigliere della Intermarket Diamond Business, per Unicredit [www.uninewsunicredito.it](http://www.uninewsunicredito.it)

<sup>74</sup> Si ringrazia per la preziosa collaborazione il Dott. Lorenzo Bruschi, esperto di arredi antichi e pitture dell'ottocento di Vasaris.

Stabiliti finalità ed obiettivi, il passaggio successivo consta nel verificare quattro condizioni affinché un'opera d'arte possa essere presa in considerazione ai fini di investimento: la certezza attributiva, la qualità, lo stato di conservazione (che dovrebbe essere perfetto o quasi perfetto) e il rapporto qualità-prezzo.

Nella scelta finale di acquisto hanno importanza certamente anche gli hobbies e i gusti dell'acquirente, perché in primis una realizzazione artistica deve essere goduta ma nel contempo il "dividendo estetico" non deve contrastare con la finalità reale dell'operazione. Ciò significa che se il bene dovesse servire esclusivamente ad un appagamento o gratificazione personale dovrebbe essere utilizzato come fattore discriminante esclusivamente il gusto del cliente mentre se la finalità dovesse essere l'investimento il consiglio dell'art advisory potrebbe anche risultare antiestetico all'acquirente.

Nel campo dell'arte uno dei principali problemi risiede nella difficoltà della stima del rischio, finanziariamente inteso, in quanto non esistono parametri statistici assimilabili alla varianza perché ogni opera d'arte è unica nel suo genere e quindi anche beni simili o produzioni dello stesso periodo o addirittura dello stesso autore non sempre sono fra loro confrontabili. L'unica certezza è che il settore dell'arte contemporanea presenta livelli di rischio più elevati mentre l'arte antica presenta quotazioni più stabili; ma la valutazione deve essere fatta caso per caso. A tal fine, per giungere ad una stima corretta dell'opera, occorre verificarne l'autenticità, la giusta attribuzione, la qualità e lo stato di conservazione<sup>75</sup>, il periodo di realizzo che può talvolta portare a valutazioni divergenti anche con riferimento ad uno stesso autore. Ovviamente nella fase di valutazione e stima è molto importante l'esperienza dell'advisor il quale deve mantenersi costantemente aggiornato; ciò implica che la mera anzianità anagrafica abbinata ad un esercizio saltuario dell'attività non è sempre garanzia di espertice.

L'attività di monitoraggio è un ulteriore servizio che viene offerto ai clienti di Vasaris ed è espletato su tempi molto dilatati: 1, 5 o 10 anni a seconda del campo di appartenenza dell'opera d'arte<sup>76</sup>. In ogni caso il consiglio è di avere un *holding period* minimo di 5 anni. In questo periodo l'intervento dell'advisor può essere finalizzato alla

---

<sup>75</sup> Il restauro di un'opera d'arte è accettato fino al 30% dopo di che la si considera non più originale; ma ancora una volta la valutazione di un'opera restaurata dovrà tener conto in quale parte l'intervento è stato effettuato, cioè se su una parte marginale oppure su una parte essenziale dell'opera.

<sup>76</sup> Un'opera contemporanea richiederà un monitoraggio più frequente rispetto alle opere degli antichi maestri.

“*valorizzazione*” del bene cercando di farlo presenziare all’interno di mostre od eventi in quanto una nutrita bibliografia è foriera di una maggiore possibilità di crescita di valore dell’opera. Questo importante servizio, molto difficilmente espletabile direttamente dal cliente, trova completezza nel momento in cui viene anche suggerito il timing migliore per dismettere il bene. Infatti la vendita di un’opera d’arte è consigliabile qualora si verificano una concomitanza di situazioni che difficilmente potrebbero essere osservate e monitorate direttamente dall’investitore; ad esempio, all’indomani di una mostra di successo le opere esposte crescono di valore ma questa informazione circola in prima battuta solo fra gli addetti ai lavori.

All’interno dell’intero processo consulenziale, il cliente deve ovviamente tenere in considerazione i costi dell’intervento dell’advisor. Il committente, sia esso compratore o venditore, riconosce a Vasaris una commissione che dipende sia dalla tipologia di bene trattato sia dal tempo di intervento richiesto all’esperto ma che in media si attesta attorno al 5%-10% del valore dell’opera. I costi di monitoraggio invece non sono previsti per i già clienti. Al fine di una corretta valutazione complessiva della performance fra i costi devono essere considerati anche quelli assicurativi ed eventualmente quelli sostenuti per attività di restauro.

Da ultimo particolare attenzione deve essere posta al “fattore moda” che può avere un grande peso nella valutazione del bene in quanto elemento determinante delle dinamiche della domanda assieme all’irrazionalità tipica degli investitori che dovrebbe essere mitigata dalla presenza dell’advisor.



### ***3.7– Aspetti di criticità nell’investimento in beni non finanziari***

Le tematiche affrontate nel presente capitolo portano alla luce un universo interessante e suggestivo 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 scientifico che consenta la determinazione di indicatori di performance e di rischio raffrontabili ed integrabili con quelli già esistenti per i valori mobiliari.

La particolarità dell’investimento non finanziario presuppone tuttavia che la banca Private sia in grado di offrire specifici servizi che sono emersi chiaramente nell’esame delle varie tematiche. In primis quello di *global custody*, già offerto di default per le asset finanziarie, inteso come custodia e conservazione dei beni fisici 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 e la 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 assolutamente elevata ma comunque eliminabile secondo la moderna teoria di portafoglio. Tuttavia con riferimento ai beni non finanziari tale elemento è molto difficile sia da valutare che da eliminare perché direttamente influenzato da una innumerevole quantità di fattori esogeni; in primo luogo il fattore moda. Mentre gli investimenti in azioni, obbligazioni e liquidità sono sempre avvenuti e sempre avverranno seppure attraverso prodotti sempre più complessi e strutturati, l’investimento in arte, in vino ma anche lo stesso investimento in oro e in immobili risultano fortemente condizionati da fattori modaioli che non sono oggettivamente, qualitativamente e quantitativamente prevedibili a priori anche se certamente influenzabili.

In secondo luogo se è vero che anche un’attività finanziaria può trovare in disaccordo due analisti circa un ipotetico target price è altrettanto vero che tali giudizi sono espressi sulla base di teorie di analisi accreditate, comuni e note agli operatori. Nella valutazione di un bene fisico del quale è possibile averne 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 il mercato non gli attribuisce. Questo aspetto è a sua volta insito e per certi versi amplificato nel meccanismo medesimo dell'asta 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 elemento 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 i quali sono supportati da numerosi strumenti statistici e potenti software, 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; non sempre è facilmente ed immediatamente databile o collocabile in un'epoca storica un oggetto o un manufatto in quanto l'artista potrebbe essersi ispirato da un'epoca precedente o aver copiato una realizzazione preesistente. Allo stesso modo l'introduzione scientifica di un oggetto in un portafoglio diversificato ne richiede il calcolo della relativa volatilità la quale è individuabile 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 che rimane nascosto e nel quale a volte si riescono a concludere veri e propri affari.

Mentre l'investimento finanziario, soprattutto se azionario, deve essere considerato e valutato in un'ottica di lungo periodo, il trascorrere del tempo assume per gli asset fisici una connotazione positiva, riscontrabile nella prospettica attesa crescita di valore del bene ed 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 addirittura l'investimento inizialmente sostenuto.

La presenza di questi elementi di criticità spinge a ritenere che sia necessario approcciare in maniera scientifica e ragionata, nei limiti del possibile, un investimento non finanziario anche in considerazione dell'impegnativo esborso monetario richiesto;

per questo motivo nel successivo capitolo 4 si è voluto esaminare la realtà di alcune banche italiane che dichiarano di operare nel segmento del private banking con l'intento di verificarne l'interesse per gli investimenti non finanziari e le modalità di approccio.