

INTRODUZIONE

Le trasformazioni verificatesi negli ultimi anni a livello internazionale stimulate dal processo di globalizzazione delle economie e dei mercati, dall'evoluzione della domanda di servizi e dall'innovazione tecnologica, inducono gli intermediari finanziari a comportamenti e modelli che consentano di reagire rapidamente ed in modo efficace alle richieste di un'utenza certamente più acculturata, informata, infedele ed evoluta rispetto ad un recente passato.

I processi di aggregazione avviati in Italia e in Europa rappresentano una risposta funzionale all'acquisizione di dimensioni tali da consentire il sostenimento del confronto con intermediari operanti su scala globale e la continua ricerca di generazione di nuovo valore. In quest'ottica, nonostante i vari passaggi di proprietà, gli operatori bancari e finanziari si sono impegnati nel mantenere costante e viva l'attenzione su un segmento di offerta particolarmente redditizia di “*private banking*” e di “*wealth management*” rivolta esclusivamente ad una clientela con un'elevata dotazione patrimoniale.

Il dubbio che emerge è che ci sia un abuso a fini meramente propagandistici dei termini “*private*” e “*wealth*” sia con riferimento all'utente finale ma in particolare all'istituzione che dovrebbe erogare servizi e offrire prodotti idonei a soddisfare ogni possibile esigenza avvertita dalla clientela, a cominciare dalla costruzione di un *portafoglio efficiente* ovvero la definizione di un mix di asset class idoneo a conseguire il più elevato rendimento possibile, compatibilmente con l'orizzonte temporale desiderato, sopportando un livello di rischio minimo. Un obiettivo certamente ambizioso e non facile da raggiungere ma non impossibile, soprattutto se il patrimonio a disposizione è tale da consentire la costruzione di un'asset allocation strategica che oltre agli investimenti finanziari tenga in debita considerazione anche l'investimento diretto in asset fisici la cui selezione, scelta e gestione richiede specifiche competenze e una notevole capacità consulenziale.

L'obiettivo del presente lavoro è evidenziare se l'investimento in beni non finanziari è preso in considerazione dalle private banks operanti in Italia nella costruzione dei portafogli dei loro clienti facoltosi, se nel processo di ottimizzazione siano seguite le logiche della modern portfolio theory e quali modalità vengono adottate nella fase di presentazione delle performance.

Il percorso di ricerca che è stato seguito si snoda attraverso cinque capitoli il primo dei quali si sofferma ad esaminare i principali mutamenti intervenuti negli ultimi anni nei mercati finanziari, nella tecnologia e nel contesto competitivo del mercato bancario e finanziario italiano ed europeo e quali ripercussioni si siano registrate in termini di concorrenza, di masse gestite e quindi di redditività per gli attori anche *private* in esso operanti.

Dopo aver delineato i contorni di un mercato in continua evoluzione, nel secondo capitolo si è cercato di fornire la risposta ad una domanda fondamentale: chi può essere definito “*cliente private*”? Esiste infatti un oggettivo problema definitorio che è stato affrontato attraverso l’esame di una molteplicità di segmentazioni attuabili sulla clientela facoltosa al fine di giungere a stabilire quali siano le aree di esigenza avvertite da questa vezzeggiata e corteggiata fascia di utenza. Non è infatti concepibile l’idea di offrire una soddisfacente attività di supporto e consulenza al cliente *private* se non lo si conosce in maniera approfondita; assume pertanto un’importanza fondamentale la fase di profilatura dell’investitore per impostare una relazione proficua e duratura nel tempo. Partendo dall’individuazione di tutte le macro informazioni rilevanti al fine di offrire un’eccellente attività di consulenza propositiva e proattiva è stato predisposto un apposito questionario di rilevazione delle esigenze articolato su più livelli cognitivi, con gradi di approfondimento crescente, che dovrebbe essere adottato (ed adattato) da ogni *private banker* nell’ambito dello svolgimento della propria attività.

Ai beni non finanziari utilizzabili nella costruzione di un portafoglio efficiente è dedicato il terzo capitolo il quale si focalizza sull’investimento in oro fisico, in immobili, in arte, in vino e in diamanti. Si tratta di acquisti che richiedono un impegno economico notevole e un *holding period* certamente non breve; per questo motivo per ognuno si è proceduto all’esame dei rispettivi mercati di riferimento e a verificarne l’andamento delle loro performance reali nel corso del tempo mediante un raffronto con la dinamica del tasso di inflazione. Al fine di determinare l’impatto che l’inserimento di tali asset provocherebbe all’interno di un portafoglio d’investimento si sono esaminate le correlazioni esistenti fra gli asset fisici sopra citati e le dinamiche dei principali mercati finanziari internazionali giungendo a dimostrare l’effettivo incremento di efficienza in termini di rischio/rendimento ottenibile a seguito dell’abbinamento fra asset finanziari e non.

All'approccio teorico è seguita una verifica empirica che trova la sua rappresentazione nel quarto capitolo. Attraverso un questionario appositamente elaborato inviato ad un campione composto da 52 intermediari finanziari operanti in Italia si sono volute esplorare quattro macro aree: la prima di carattere prettamente cognitivo sulle modalità di segmentazione della clientela, i canali di contatto e la numerosità di investitori riconosciuta ideale per ciascun *private banker*; la seconda dimensione esaminata è relativa alla modalità di offerta consulenziale in ambito di beni non finanziari mentre la terza area di analisi tende a verificare se gli intervistati seguono e con quali modalità le logiche della modern portfolio theory relativamente agli asset fisici al fine di giungere alla costruzione di un portafoglio efficiente; l'ultima dimensione esaminata è incentrata sull'esame dei costi che il cliente è chiamato a sostenere per il servizio consulenziale ottenuto, mirando a verificare se l'offerta includa anche eventuali acquisti eseguiti autonomamente dall'investitore e se sia contemplato il coinvolgimento di esperti esterni. Il quinto ed ultimo capitolo presenta il risultato di un ulteriore riscontro empirico effettuato su un alcuni fra i principali operatori in Italia nel segmento del *private banking* nell'intento di verificare quali ritorni economici diretti siano riconducibili all'attività consulenziale avente ad oggetto beni non finanziari partendo dall'esame dei dati di bilancio al 31 dicembre 2005 per poter eseguire un confronto con l'esperienza di Citigroup. Infine a seguito dell'individuazione delle forme contrattuali di sub-advisory maggiormente utilizzati in Europa si è ipotizzata la loro possibilità di utilizzo nell'ambito dell'espletamento di consulenza su beni non finanziari evidenziandone vantaggi e limiti operativi.

La ricerca condotta nel presente lavoro è stata resa molto problematica dall'esigua per non dire scarsa o addirittura assente letteratura di spessore sulla tematica trattata; a ciò si aggiunga che gli operatori impegnati nell'arena del *private banking* e del *wealth management* nonché del *family office* presentano modelli organizzativi e di business fra loro molto eterogenei ma tutti principalmente incentrati sulla gestione dei patrimoni mobiliari cui è associata una notevole offerta di prodotti alternativi ma sempre di natura finanziaria. Inoltre l'esigenza di riservatezza e di *privacy* che caratterizzano queste strutture non ha agevolato la raccolta di dati ed informazioni.

Elencare tutti coloro che meritano un ringraziamento commetterei sicuramente delle dimenticanze motivo per cui la mia gratitudine è rivolta a tutti coloro che hanno

contribuito direttamente o indirettamente, più o meno attivamente con consigli, indicazioni, contatti e materiali forniti alla realizzazione di quest'opera.

Andrea Lippi

1. IL MERCATO BANCARIO E FINANZIARIO ITALIANO: LO SCENARIO COMPETITIVO E LE PROSPETTIVE EVOLUTIVE

I processi di aggregazione che hanno caratterizzato il sistema bancario e finanziario internazionale negli ultimi anni sono stati dettati principalmente dall'esigenza di raggiungere livelli di efficienza operativa attraverso l'acquisizione di dimensioni tali da garantire un'adeguata generazione di valore accompagnata da una coerente diversificazione dei rischi. La sola variabile dimensionale, tuttavia, non è sufficiente per rispondere alle pressioni competitive insite in un mercato globale e in continua evoluzione. Lo scopo del presente capitolo è esaminare i mutamenti in atto nel mercato italiano al fine di comprendere le tendenze e le strategie attuali e future adottate e perseguibili dalle private banks in esso operanti per affrontare attraverso un'offerta consulenziale relativa anche ai beni non finanziari le nuove sfide imposte dalla globalizzazione.

Il sistema bancario e finanziario italiano, a partire dall'introduzione dell'euro, è stato caratterizzato da profondi mutamenti, che hanno avuto ripercussioni sul comportamento e sulle scelte di investitori da un lato e banche, operatori finanziari ed assicurazioni dall'altro; tali cambiamenti hanno portato ad una ridefinizione del concetto di "fare banca" e di "offrire consulenza" alla clientela in generale e a quella Private in particolare.

In estrema sintesi, i principali cambiamenti possono essere circoscritti alle dinamiche dei mercati finanziari, allo sviluppo e diffusione della tecnologia e al contesto competitivo.

a. Mutamenti nei mercati finanziari

Il progressivo e non ancora definitivo processo di cambiamento e abbattimento dei confini geografici ha avuto quale diretta conseguenza una profonda *globalizzazione* i cui effetti sono riscontrabili nelle dinamiche pressoché identiche fra le varie piazze finanziarie, nella correlazione positiva molto elevata esistente fra le diverse aree

geografiche nonché nella possibilità per gli investitori di trasferire con estrema velocità, facilità e a basso costo risorse finanziarie da un continente all'altro o da un settore merceologico ad un altro.

Le trasformazioni nella domanda e nell'offerta, la nascita e la creazione di strumenti finanziari innovativi, ed in particolare l'incremento nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati nella costruzione di prodotti di risparmio gestito e di polizze unit ed index linked, nonché la rapida diffusione di prodotti quali gli hedge funds, hanno portato contestualmente ad un aumento della volatilità dei mercati finanziari e del relativo rischio delle cui ripercussioni in tema di bolle speculative ancora oggi si ricordano gli effetti¹.

Il processo di globalizzazione abbinato e sostenuto dal progressivo sviluppo tecnologico ha contribuito ad una rapida e generalizzata divulgazione delle informazioni. Ogni giorno vengono pubblicati dati macroeconomici, reports di analisti su singoli titoli (azionari ed obbligazionari) e settori ai quali si affiancano i cosiddetti *rumors* più o meno veritieri amplificati, nella loro importanza e diffusione, da internet e dai numerosi quotidiani o settimanali, non necessariamente specializzati, che dedicano generalmente spazio anche alle cronache finanziarie.

Questa mole di informazioni a disposizione dell'investitore ha creato un circolo vizioso tale per cui più informazioni vengono pubblicate, più veloce è il processo di incorporazione delle stesse nei prezzi degli asset cui esse si riferiscono e il mercato nel suo insieme diviene più volatile.

b. Mutamenti nella tecnologia

Lo sviluppo tecnologico che ha caratterizzato gli ultimi anni e che proseguirà anche negli anni futuri ha imposto un ripensamento nell'impostazione della relazione fra istituzione finanziaria e cliente.

¹ Il riferimento è alla discesa borsistica del 2000.

L'esplosione dei naviganti di internet² ha portato ad una diffusione di informazioni senza precedenti; in una sola battuta possiamo senza ombra di dubbio affermare che internet ha ridotto e per certi versi annullato le dimensioni spazio e tempo. L'innovazione tecnologica ha sicuramente modificato le nostre abitudini quotidiane; a titolo di esempio si pensi all'utilizzo della videoconferenza per dialogare a distanza rimanendo tranquillamente nel proprio ufficio o alla possibilità di effettuare investimenti e disinvestimenti attraverso forme di home e phone banking. Certo è che alcune fasce della popolazione ancora non si sono pienamente abituate o addirittura avvicinate alle potenzialità offerte dallo sviluppo tecnologico, ma il processo di trasformazione in atto appare inarrestabile e alla continua ricerca di novità.

La velocità di trasferimento delle informazioni, ma in particolare la possibilità di accedere con tempestività a più fonti informative, abbinata alla possibilità di poter contattare in tempo pressoché reale più fornitori di prodotti e servizi, ha provocato un cambiamento fondamentale nella relazione istituzione finanziaria-cliente: il potere si è spostato nelle mani del cliente.

Questo è tanto più vero in un mercato saturo e maturo come quello finanziario nel quale l'informazione è l'elemento che consente di attirare e sedurre nuovi utenti ed elemento discriminante per poter essere scelti dai clienti stessi.

Lo sviluppo tecnologico consente quindi al cliente:

- di accedere a innumerevoli strumenti di investimento travalicando non solo i confini geografici nazionali ma anche le offerte della propria banca o istituzione finanziaria o assicurazione di riferimento;
- di operare a distanza, rendendo quindi impersonale il rapporto con il proprio intermediario;
- di ottenere una rendicontazione unica di tutto il proprio portafoglio ripartito anche fra più intermediari grazie ai software di aggregazione;
- di costruirsi, anche autonomamente, un portafoglio ottimizzato in termini di rischio-rendimento attraverso software di asset allocation;

² *“Prosegue la crescita nell'utilizzo dei canali telematici: i servizi di tipo dispositivo offerti su internet sono stati utilizzati da 6,4 milioni di clienti (5,3 milioni nel 2004), quelli di tipo informativo da 1,8 milioni (1,7 milioni nel 2004); l'8% della clientela è costituito da imprese. Il numero di clienti che operano attraverso il canale telefonico è aumentato a 6,4 milioni, unitamente a quello dei clienti che utilizzano collegamenti telematici diretti (430.000; nel 2004 erano 390.000); l'84% di questi ultimi è costituito da imprese.”* Fonte: Banca d'Italia, “Assemblea generale ordinaria dei partecipanti”, Roma, 2005, p. 306

- di ricevere consulenza on-line e di poter investire anche a distanza in ogni luogo grazie a strumenti quali il phone banking e il mobile banking.

c. *Mutamenti nel contesto competitivo*

Il processo di globalizzazione ha innescato nel sistema finanziario internazionale una competizione globale generando come conseguenza diretta la costituzione di gruppi finanziari integrati e attivi nei settori bancario, assicurativo e del risparmio gestito.

Al 31 dicembre 2005 in Italia erano presenti 85 gruppi bancari (83 nel 2004) che includevano 230 banche italiane, 84 tra SIM e SGR e 27 finanziarie di partecipazione, fra cui 5 capogruppo. Accanto agli operatori nazionali, sempre a fine 2005 operavano in Italia 278 intermediari esteri di cui 68 banche³; una presenza importante di operatori europei nel tessuto italiano⁴ destinato ad incrementarsi nel corso dei prossimi anni, sia mediante apertura di filiali o sedi di rappresentanza direttamente in loco sia attraverso operazioni di fusione o di acquisizione operate su istituzioni nazionali con posizione ed immagine consolidata sul territorio italiano.

Dall'esame della tabella 1 si evince come nel corso degli ultimi sei anni il numero delle banche operanti in Italia si sia progressivamente ridotto, principalmente a seguito di operazioni di fusioni e di acquisizioni, ma soprattutto si nota il ridimensionamento del segmento delle Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), per effetto di trasformazioni in Società di Gestione del Risparmio (SGR) o in banche cosicché il sistema bancario italiano è oggi caratterizzato da un ampliamento delle dimensioni operative e da una maggiore concentrazione⁵.

³ Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 302

⁴ Si ricordano, a tale proposito, l'acquisizione del controllo di Banca Antoniana Popolare Veneta da parte degli olandesi di ABN-AMRO a seguito di OPA totalitaria obbligatoria conclusasi nel marzo 2006; nel maggio 2006 si è conclusa con esito positivo l'OPA obbligatoria della francese BNP Paribas sul capitale della Banca Nazionale del Lavoro. Di contro nell'ottobre 2005 UniCredito Italiano ha positivamente concluso l'acquisizione del gruppo tedesco Bayerische Hypo-und Vereinsbank A.G. (HVB).

⁵ Si confronti a tale proposito Banca d'Italia "Assemblea generale dei partecipanti", Roma, 2005, p. 361 e ss nella quale si legge che "Fra il 1994 e il 2004 l'ammontare medio dell'attivo dei gruppi bancari e delle banche non inserite in gruppi, escluse le banche di credito cooperativo e le filiali di banche estere, è passato da 5,4 a 13,6 miliardi di euro; nello stesso periodo il volume complessivo delle attività bancarie si è accresciuto del 41,8 per cento; l'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman è salito del 74 per cento. Tra il 1994 e il 2004 la quota delle attività del sistema facenti capo ai sei gruppi di più ampie dimensioni è aumentata dal 39,6 al 54,6 per cento."

Tabella 1 - Numerosità e struttura del sistema finanziario italiano

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Banche	876	841	830	814	788	778	784
SGR & SICAV	86	101	132	142	153	162	182
SIM	183	171	161	158	132	115	108

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia

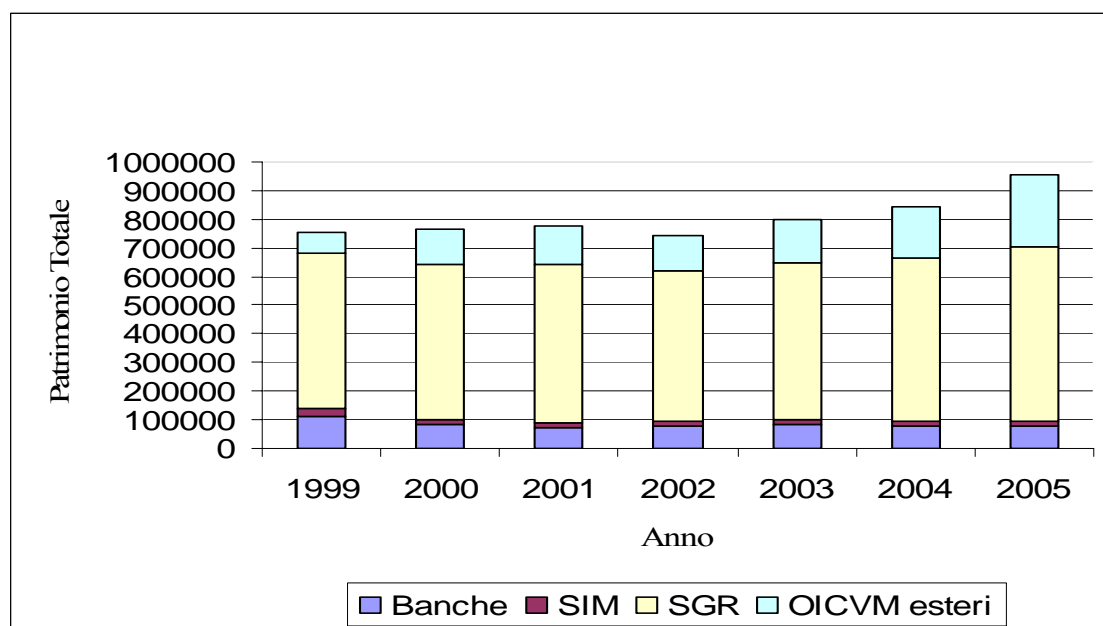
I cambiamenti in atto nella struttura del sistema finanziario italiano sono confermati dalle crescenti difficoltà riscontrate dalle banche di recente costituzione nell'avviare la propria operatività; nei primi tre anni di attività l'insuccesso delle nuove iniziative è pari a circa il 30%. Alla costituzione di nuovi intermediari bancari partecipano in misura crescente banche già operanti al fine di perseguire strategie di espansione territoriale⁶. In un contesto caratterizzato da grandi dimensioni appare molto significativo il dato relativo alle banche di credito cooperativo: alla fine del 2005 ne risultavano operative 439⁷. L'importanza strategica di questi operatori ruota attorno alla loro vocazione prettamente provinciale se non addirittura zonale e quindi allo stretto legame che essi instaurano con il territorio, che si traduce in una perfetta conoscenza dei bisogni e delle esigenze della clientela in esso residente. Tale elemento cognitivo può risultare essenziale per l'abbattimento o la costruzione di barriere all'entrata e pertanto, a parere di chi scrive, le banche di credito cooperativo potrebbero essere utilizzate come volano da parte di grandi gruppi nazionali, europei od internazionali, per innescare un processo di penetrazione territoriale in zone scoperte con conseguente abbattimento dei costi di insediamento e, fattore ancora più importante, evitando o arginando la possibilità di insuccesso nella penetrazione territoriale. In tal senso potrebbero risultare utili accordi distributivi o l'utilizzo di contratti atipici quali il franchising.

L'aumentata concentrazione nel sistema bancario e finanziario italiano ha prodotto ripercussioni direttamente sull'ammontare dei patrimoni gestiti e sulle dinamiche delle quote di mercato detenute da ciascun operatore, così come evidenziato rispettivamente nelle successive figura 1 e 2.

⁶ Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 361

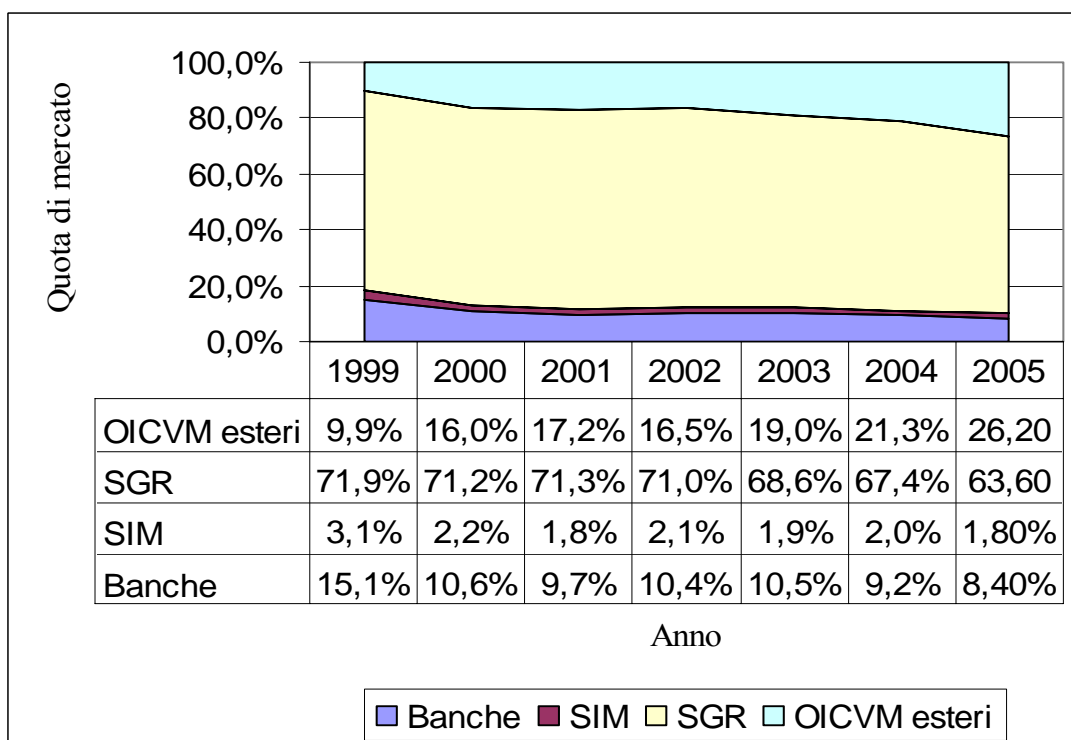
⁷ Fonte: "Banca d'Italia, "Assemblea generale dei partecipanti", Roma, 2005, p. 301, Tavola E1

Figura 1 – Dinamica dei patrimoni gestiti da Banche, SIM, SGR e OICVM esteri
(valori in milioni di euro)



Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia

Figura 2 – Dinamica delle quote di mercato detenute da Banche, SIM, SGR e OICVM esteri



Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia

La lettura integrata delle figure 1 e 2 sottolinea come nel contesto finanziario italiano si sia assistito ad un incremento consistente degli OICVM esteri che a livello di quota di mercato detenuta, nel periodo 1999-2005, passano dal 9,9% al 26,20% a discapito degli altri operatori del settore, situazione che si riscontra anche nell'ammontare dei patrimoni gestiti (cfr figura 1).

Nel contesto della competitività globale, si ampliano le quote di mercato che gli operatori esteri detengono in Italia in diversi settori dell'intermediazione finanziaria e nel contempo anche di operatori italiani presenti in paesi europei ed extraeuropei⁸. Confrontando gli operatori italiani con i maggiori operatori europei, si nota come i primi amministrino patrimoni di ammontare complessivamente inferiore rispetto ai secondi. La diminuzione della quota delle SGR è il risultato delle strategie di offerta dei gruppi bancari di maggiore dimensioni che negli ultimi anni hanno orientato la domanda anche verso prodotti alternativi ai fondi comuni di investimento, come le polizze a prevalente contenuto finanziario⁹. A ciò si aggiunga la rafforzata concorrenza dei maggiori gruppi esteri esercitata direttamente sul territorio italiano attraverso SGR di diritto italiano controllate o in joint venture con soggetti italiani, oppure attraverso accordi di distribuzione con reti nazionali¹⁰.

Le dinamiche intervenute nel sistema bancario e finanziario italiano in tema di patrimoni gestiti hanno determinato cambiamenti nelle quote di mercato detenute provocando ripercussioni sulla redditività registrata dagli operatori.

Il ROE dell'intero sistema bancario è passato dal 9,6% del 1999 al 12% del 2005, un incremento determinato soprattutto da minori accantonamenti su crediti. Il margine di intermediazione registrato nell'anno 2005 è salito dell'8,7% rispetto al 2004 a seguito

⁸ Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 305ss nelle quali si legge: "Alla fine del 2005 i gruppi italiani presenti all'estero erano 25, come nel 2004. Considerando anche gli effetti dell'acquisizione del gruppo HVB da parte di UniCredito Italiano, il sistema bancario nazionale operava all'estero con 71 succursali e 115 filiazioni; la quota dell'attivo totale del sistema riferita all'estero si commisurava al 25 per cento, di cui circa il 90% relativa a filiazioni. I principali mercati di sbocco dei gruppi nazionali rimangono quelli dell'Europa orientale, obiettivo delle strategie di sviluppo commerciale negli ultimi anni; si sono aggiunti, per effetto dell'operazione di UniCredito, i mercati tedesco e austriaco. In Croazia la quota degli intermediari di proprietà di gruppi italiani rappresenta circa la metà del sistema bancario nazionale, mentre in altri paesi (Slovacchia, Bulgaria, Polonia e Austria) gli intermediari italiani dispongono di quote rilevanti, che si aggirano intorno al 20%. Rimane ancora limitata la presenza italiana nei principali paesi dell'Europa occidentale."

⁹ Soprattutto unit-linked

¹⁰ Confronta Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 309s

sia dell'incremento del margine di interesse (+5,4% rispetto al 2004) sia della crescita degli altri ricavi (+12,2% sull'anno precedente)¹¹.

La redditività del segmento delle SGR e delle SIM ha subito una notevole contrazione nel periodo 1999-2005 ma registra un recupero proprio nell'ultimo anno così come dimostrato nelle successive tabelle 2 e 3.

Tabella 2 - Dati di Conto Economico delle SGR (Dati in milioni di euro)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ricavi da gestioni proprie		8.419	6.259	5.387	5.439	5.723	6.310
Di cui da Fondi aperti	6.857	8.019	5.809	4.786	4.795	4.764	5.014
Ricavi da gestioni delegate da terzi		483	279	410	276	263	273
Di cui da Fondi aperti		207	142	134	91	94	133
Commissioni passive		6.691	5.133	4.409	4.117	4.292	4.562
Di cui di mantenimento	3.726	3.726	3.574	3.264	3.026	3.113	3.404
Margine lordo della gestione caratteristica	1.548	2.211	1.441	1.388	1.598	1.694	2.021
Totale costi operativi	615	843	951	1.036	1.049	1.082	1.187
Risultato della gestione caratteristica	978	1.452	592	444	642	703	957
Utile (perdita) di esercizio	1.170	998	540	338	402	427	699

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia

Con riferimento al segmento delle SGR al risultato positivo del 2005 hanno contribuito la crescita delle commissioni attive sulle gestioni proprie (+10,3%), l'aumento dei patrimoni gestiti (cfr. figura 1) e l'incremento delle commissioni di performance a seguito dell'andamento positivo dei mercati finanziari¹².

Tabella 3 - Dati di Conto Economico delle SIM (Dati in milioni di euro)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Proventi di negoziazione in conto proprio	280	255	221	278	369	62	58
Di cui interessi e dividendi	169	203	205	219	340	85	167
Proventi di interessi per negoziazione per conto terzi	811	1.215	733	412	301	266	332
Proventi di gestione individuale di portafogli	230	242	189	149	111	113	124
Proventi di attività di offerta fuori sede	559	442	165	70	104	90	120
Proventi da servizi accessori	7	24	46	25	41	33	57
Proventi della gestione titoli	26	42	36	28	15	13	14
TOTALE DEI PROVENTI	1.913	2.220	1.390	902	941	577	705
Costi operativi	908	1.251	1.186	890	764	463	465
Risultato di gestione	1.005	969	204	12	177	114	240
Risultato netto	599	534	110	-72	117	95	205

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia

¹¹ Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 321s

¹² Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 326

Il risultato netto complessivo delle Società di Intermediazione Mobiliare è più che raddoppiato nell'ultimo anno rispetto al 2004. Al miglioramento della redditività ha contribuito la crescita (+22,2%) dei proventi da servizi di investimento generata per oltre il 50% dalle attività di negoziazione in conto terzi e collocamento i cui volumi sono aumentati rispettivamente del 28,6% e del 44,2%¹³.

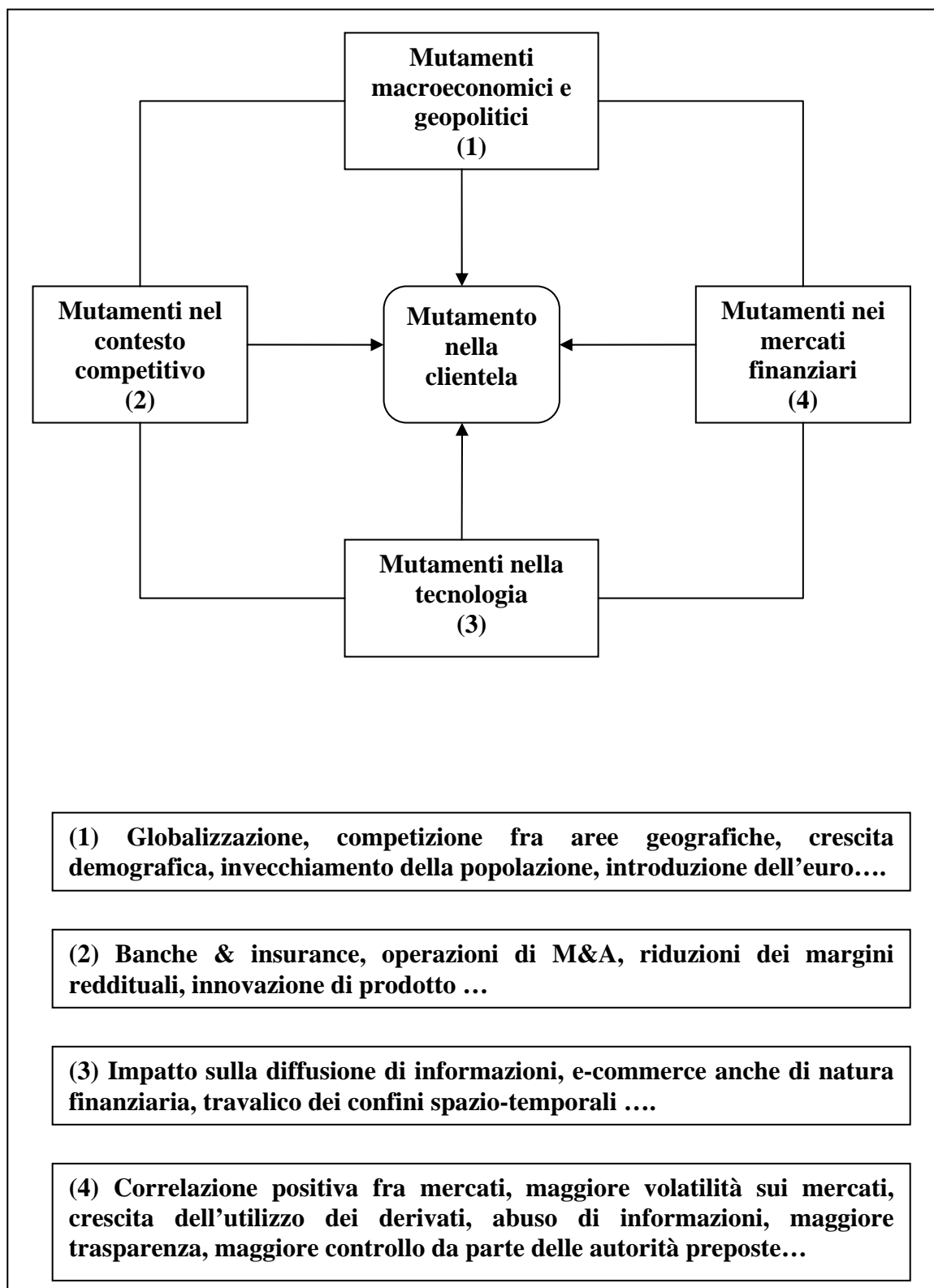
Sulla base dei dati esaminati si evince come il mercato bancario e finanziario sia caratterizzato da un aumento della pressione competitiva nazionale ed internazionale, che abbinata ad una richiesta sempre più pressante di trasparenza, ha determinato una progressiva riduzione dei margini unitari. In un simile contesto la sopravvivenza degli operatori finanziari è affidata alla costante ricerca di soggetti finanziariamente facoltosi e alla necessità di fidelizzare al massimo il proprio cliente, attraverso un'offerta ampia e diversificata sia in termini di prodotti sia di servizi. Tale esigenza ha spinto progressivamente, anche se con diversa intensità, gli operatori finanziari ad assumere la struttura di un attraente supermercato plurimarca, affiancando cioè ai prodotti propri anche quelli di società terze. Di fronte a questo eccesso di offerta, il cliente effettivo o potenziale necessita di informazioni, di chiarezza e di trasparenza per poter scegliere l'operatore finanziario per lui più adatto. Il rischio non trascurabile che si corre in tale scenario è percepire il mercato come assolutamente standardizzato. In un simile contesto risulta essere fattore critico di successo l'offerta di servizi esclusivi e personalizzati rivolti alla clientela Private, o quanto meno prodotti e servizi che il cliente percepisca come pensati, creati e gestiti appositamente per lui.

La figura 3 rappresenta in maniera schematica e sintetica i principali mutamenti che abbiamo osservato ed esaminato nel presente capitolo. In essa troviamo indicate le quattro macro aree principali in cui si sono verificati i cambiamenti più significativi nel corso degli ultimi 10 anni; a livello macroeconomico e geopolitico si è assistito ad un rapidissimo processo di globalizzazione, accompagnato da una migrazione di popoli, culture e da un aumento vertiginoso degli scambi commerciali internazionali che ha innescato una competizione, più o meno accentuata, fra le diverse aree geografiche. Nei territori soprattutto del mondo occidentale si assiste ad una crescita demografica indotta principalmente dal fenomeno dell'immigrazione e ad un progressivo invecchiamento della popolazione autoctona. A livello di competizione globale tutti i settori di attività,

¹³ Fonte: Banca d'Italia, "Assemblea generale ordinaria dei partecipanti", Roma, 2005, p. 329

ivi compreso quello bancario, finanziario ed assicurativo, sono stati caratterizzati da processi di aggregazione e fusione travalianti i canonici confini geografici nell'ottica di sostenere una crescita e una sfida di livello internazionale. Nel travalicare i confini non solo naturali o geopolitici ma anche quelli del tempo e dello spazio è risultato di fondamentale importanza lo sviluppo tecnologico e la sua rapida diffusione che a sua volta ha innescato un incremento concorrenziale sui prezzi dei prodotti e dei servizi offerti. L'impatto dell'utilizzo degli strumenti tecnologici si evidenzia anche nell'ambito della diffusione delle informazioni e nello sviluppo dell'operatività on-line che ha impattato anche sui mutamenti dei mercati finanziari nei quali si è registrata progressivamente una ridondanza di informazioni, una maggiore trasparenza ma anche una crescita notevole della volatilità causata, fra le altre, dalla correlazione positiva che si registra fra i mercati e dall'utilizzo sempre più consistente di strumenti finanziari derivati. Tutti questi elementi hanno influito e agito sul comportamento del cliente in generale e della clientela Private in particolare le cui scelte e le cui esigenze dovranno essere attentamente esaminate e colte dagli operatori del settore al fine di consolidare ed incrementare la loro presenza sul mercato finanziario internazionale.

Figura 3 – Principali mutamenti nel mercato finanziario



2. LA CLIENTELA PRIVATE: DEFINIZIONE, SEGMENTAZIONE E ANALISI DELLE ESIGENZE

Nel capitolo precedente si sono esaminati i mutamenti intervenuti nel sistema finanziario italiano arrivando a giustificare la necessità per gli operatori di aumentare le proprie masse gestite al fine di sopravvivere in un contesto che appare indirizzato verso un inasprimento concorrenziale e un abbattimento dei margini unitari. La ricerca quindi di ingenti patrimoni è il fine cui tendono tutti gli operatori finanziari attraverso un incremento della numerosità della clientela Private. Ma quali caratteristiche deve possedere un soggetto per poter essere annoverato fra i clienti Private?

Rispondere a questa domanda non è facile e non esiste univocità in materia ma si può approcciare il problema con passaggi progressivi realizzando una graduale segmentazione della clientela. L'ostacolo principale in tale processo è la determinazione delle variabili ritenute più idonee allo scopo ma certamente la prima dimensione da considerarsi è l'ammontare di asset investibili ovvero la disponibilità finanziaria; è questo tuttavia un parametro che risulta estremamente riduttivo ma utile per procedere con ulteriori segmentazioni¹⁴. Ulteriori problemi definatori sorgono in considerazione del fatto che:

- 1) normalmente la clientela top intrattiene rapporti con più operatori finanziari motivo per cui non è immediata una visione unitaria e globale del patrimonio investibile del singolo cliente¹⁵;
- 2) le soglie patrimoniali di accesso al segmento Private non sono oggettivamente stabilite motivo per cui lo stesso cliente potrebbe avere una collocazione in classi differenti a seconda delle decisioni discrezionali assunte dall'operatore che ha condotto l'indagine.

A queste due prime osservazioni si aggiunge un interrogativo altrettanto importante e per certi versi emblematico: un cliente con un elevato patrimonio artistico od

¹⁴ Stefano Caselli, Stefano Gatti (a cura di), *"Banking per il Family Business"*, Bancaria Editrice, Roma, anno 2004, pag. 4

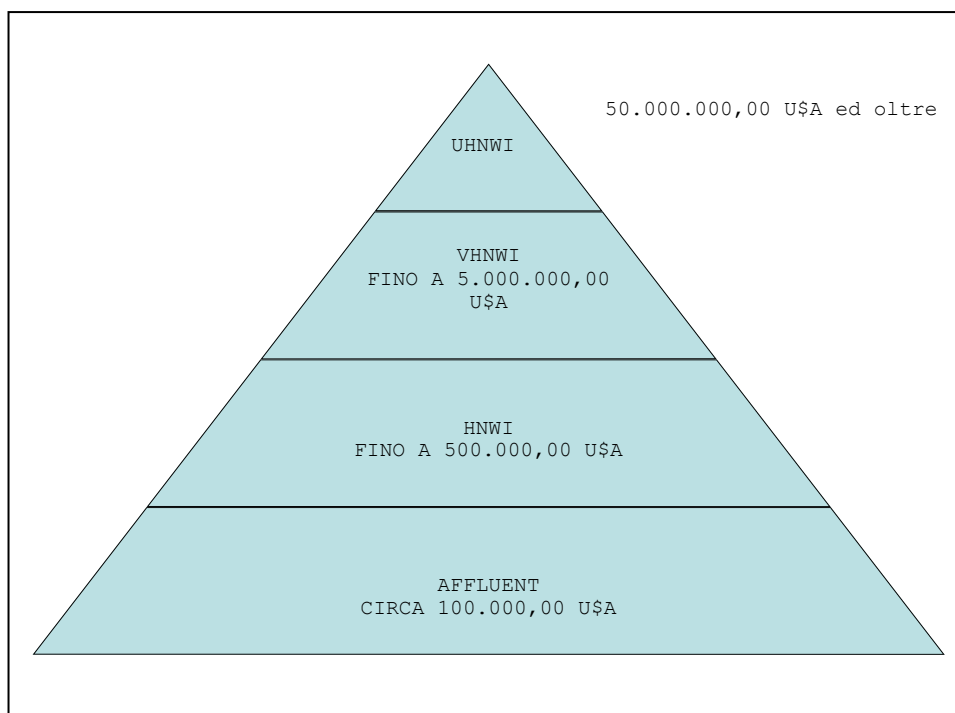
¹⁵ IBM Business Consulting Services, *"European Wealth and Private Banking Industry Survey 2005"*, anno 2005, p. 29

immobiliare ma con un modesto patrimonio finanziario, può essere considerato un cliente Private?

Quest'ultimo interrogativo offre spunti di riflessione e di discussione molto interessanti ma procedendo per gradi e facendo quindi riferimento per il momento al solo patrimonio finanziario disponibile la clientela può essere classificata, come rappresentato nella figura 1¹⁶, in:

- **Affluent**: è la fascia di clientela sicuramente più numerosa in quanto vi rientrano i clienti che possiedono un patrimonio investibile di circa 100.000 U\$A;
- **High Net Worth Individuals (HNWI)**: sono così definiti i soggetti che hanno una dotazione patrimoniale investibile compresa fra i 100.000 U\$A e i 500.000 U\$A;
- **Very High Net Worth Individuals (VHNWI)**: rientrano in tale definizione i clienti che presentano soglie patrimoniali disponibili comprese fra i 500.000 U\$A ai 5.000.000 U\$A;
- **Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI)**: siamo di fronte a clienti con disponibilità patrimoniali molto consistenti, dai 5.000.000 U\$A ai 50.000.000 U\$A ed oltre.

Figura 1 – La classificazione della clientela in base agli asset investibili



Fonte: PriceWaterHouseCoopers, "Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005"

¹⁶ PriceWaterHouseCoopers, "Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005", anno 2005, p. 4

L'utilizzo della classificazione rappresentata nella figura 1 non può prescindere dal tener presente alcune osservazioni critiche importanti:

- 1 – le soglie così definite, come già accennato, non tengono conto di eventuali disponibilità patrimoniali non finanziarie;
- 2 – i patrimoni finanziari utilizzati per la classificazione possono subire delle variazioni quantitative a causa delle dinamiche di mercato, in conseguenza di errate scelte di investimento o per destinazione di una parte di esso ad altre tipologie di investimenti non finanziari, richiedendo un monitoraggio continuo della persistenza e della numerosità delle diverse classi di clientela;
- 3 – le soglie patrimoniali di classificazione non trovano concordi tutti gli operatori¹⁷.

Se dunque si considera clientela Private quella identificabile dalla accezione *High Net Worth* a salire nella piramide della figura 1, è facilmente intuibile che è fattibile una ulteriore classificazione del segmento Private, della quale gli operatori finanziari devono esser ben consapevoli per poter offrire prodotti e servizi adatti ad una clientela più esigente e con una forza contrattuale progressivamente crescente incontrando soggetti definiti UHNWI. Parallelamente si è soliti distinguere operatori di Private Banking che si rivolgono ai clienti HNWI e VHNWI mentre si parla di Wealth Management Bank con riferimento ad operatori che si rivolgono ai clienti UHNWI¹⁸; si definisce invece Family Office l'istituzione finanziaria che si rivolge a clientela con patrimoni addirittura superiori ai 50 milioni di dollari.

Per comodità espositiva nel presente capitolo si parlerà genericamente di Private Banker inglobando in tale definizione le Wealth Management Banks e i Family Office mentre si parlerà di clientela Private per indicare indistintamente i clienti HNWI, VHNWI e UHNWI.

Nel mondo si stima siano circa 8 milioni gli individui classificabili come HNWI e circa 800.000 invece gli UHNWI. Una numerosità importante e che si prevede in crescita nei prossimi anni soprattutto nelle aree attualmente in forte espansione quali Singapore, Russia e Cina¹⁹.

¹⁷ Una banca svizzera definisce per esempio cliente Family Office colui che possiede un patrimonio disponibile superiore a 300 milioni di franchi svizzeri.

¹⁸ Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, *“Wealth Management”*, Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, p. 41

¹⁹ Capgemini, *“The Capgemini wealth report 2005”*, anno 2005, p. 3-4

Il Private è un cliente consapevolmente pretenzioso che desidera poter contare in ogni istante e in ogni situazione su un interlocutore di fiducia che sia in grado di pianificare e programmare ogni aspetto della sua esistenza, in maniera trasparente e coinvolgendo all'occorrenza anche soggetti terzi²⁰.

L'enfasi viene quindi posta sulla relazione, sulla possibilità di richiedere non un prodotto finanziario ma di ottenere un servizio costruito ad hoc, ricevere in estrema sintesi una consulenza altamente personalizzata. Il primo importante passo in tale direzione consiste nel porre il cliente al centro dell'attenzione, così come rappresentato nella figura 2²¹, ed individuare le sue macro aree di esigenza.

La necessità principale di ogni individuo con ingenti masse patrimoniali disponibili è senza ombra di dubbio quella di soddisfare i propri bisogni di investimento attraverso quella che è stata definita l'area "*gestione del denaro*" (cfr figura 2). In questo ambito le alternative di investimento sono riconducibili a due macro tipologie: *mobiliare* e *non mobiliare*.

La prima è a sua volta scomponibile in due opzioni:

a. *Investimento in asset class tradizionali* ovvero:

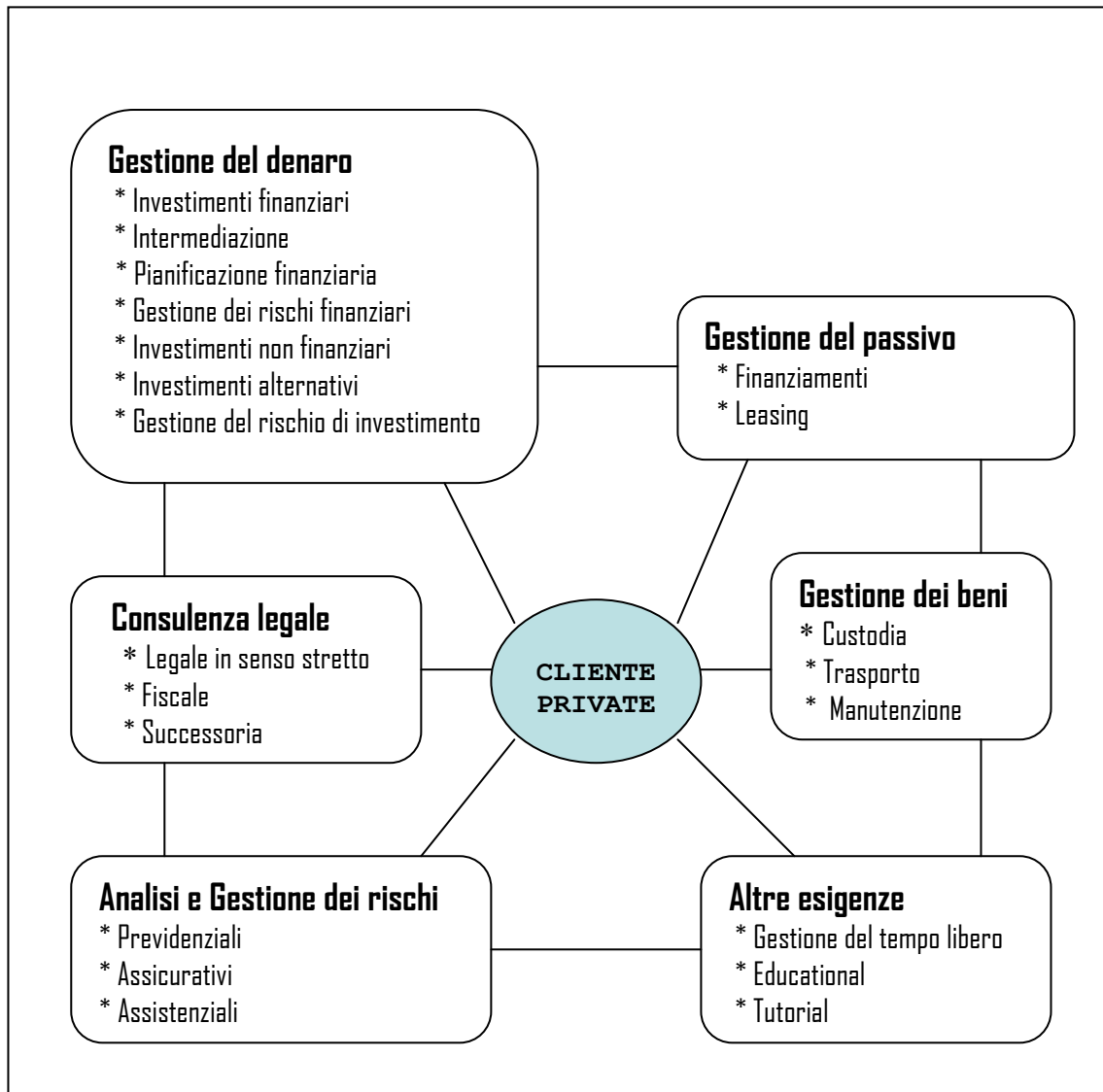
- *azioni*, identificando il mercato geografico di riferimento ed eventualmente il settore e scegliendo fra l'acquisto di titoli ovvero di OICR (fondi comuni di investimento e Sicav);
- *obbligazioni*, si ripresenta il problema della scelta dell'area geografica, se di natura pubblica o privata, se a tasso fisso o a tasso variabile, se di breve durata o di medio-lungo termine e ancora se acquistare un titolo oppure effettuare un investimento tramite OICR;
- *liquidità*.

b. *Investimenti alternativi* ma pur sempre di natura finanziaria, comprendenti *hedge funds*, *private equity*, *fondi immobiliari*.

²⁰ Capgemini, "*The Capgemini wealth report 2005*", anno 2005, p. 19-20

²¹ Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "*Wealth Management*", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, p. 97

Figura 2 – Le aree di esigenza di un cliente Private



Fonte: Nostra elaborazione

Relativamente alla tipologia del *non mobiliare* in teoria le possibilità di investimento sono illimitate; tutto ciò che non è finanziario ed è acquistabile può rientrare all'interno di questa categoria fra cui immobili, opere d'arte, oggettistica da collezione, gioielli, oro, argento, tappeti, auto d'epoca, antiquariato in genere, modernariato, francobolli, monete e via dicendo. La vastità e, in taluni casi, la non regolamentazione di alcuni mercati di riferimento, rende particolarmente complicata la scelta di un bene non finanziario. Il cliente Private dovrebbe quindi trovare nel proprio Private Banker un valido interlocutore a supporto anche di questo tipo di investimento. Riflettendo su quest'ultimo punto si può affermare che un Private Banker può differenziarsi dalla molteplicità degli operatori finanziari in particolare attraverso l'offerta di un servizio di

eccellenza in questa particolarissima sfera di operatività. Nel successivo capitolo 4 si esaminerà se nella realtà italiana effettivamente gli operatori del segmento Private sono in grado di offrire questo tipo di servizio e attraverso quali modalità.

Direttamente collegata agli investimenti in beni non finanziari è l'area di esigenza definita con l'espressione "*gestione dei beni*" intendendo la possibilità di ottenere una gestione personalizzata di beni quali immobili (destinazione d'uso, manutenzioni ordinarie e straordinarie), gioielli, beni artistici, preziosi ed in generale del patrimonio complessivo.

Nella figura 2 è stata inserita anche la voce "*gestione del passivo*" un servizio che potrebbe apparire marginale o addirittura insensato in considerazione dell'elevato livello di ricchezza personale dei clienti Private. Tale giudizio potrebbe essere vero utilizzando un approccio statico o di stock al patrimonio, ma se invece si affronta il problema da un punto di vista dinamico, attraverso l'accesso ai finanziamenti, l'individuo ha la possibilità di accumulare e far crescere ulteriormente il suo capitale nel tempo mantenendo inoltre la massima discrezionalità dell'investimento; un aspetto quest'ultimo estremamente importante in quanto il cliente non risulta essere vincolato nelle sue decisioni di acquisto dalle modalità o dai tempi di ottenimento dei propri redditi o dallo smobilizzo di investimenti mobiliari o non mobiliari già esistenti. Non si deve inoltre trascurare il fatto che il finanziamento, rispetto alla maggioranza degli altri servizi finanziari, fidelizza notevolmente il cliente che è costretto ad un rapporto di lungo periodo che contribuisce a mantenere viva nel tempo la relazione consentendo altresì una verifica periodica della situazione economico-finanziaria del soggetto e l'eventuale necessità di soddisfare nuove esigenze eventualmente emerse. Proprio per questi motivi l'offerta di finanziamenti e in generale la gestione del passivo presuppone un'elevata personalizzazione del servizio con conseguente fidelizzazione del cliente²².

Con riferimento alle "*esigenze previdenziali, assicurative e assistenziali*" ci si riferisce alla necessità di poter usufruire di coperture a tutela della propria persona, quali le coperture dei rischi morte, malattia ed infortuni nonché la costituzione di un piano previdenziale ad hoc, ma anche la tutela del proprio patrimonio sia esso finanziario che non finanziario.

²² Paola Musile Tanzi (a cura di), "*Manuale del Private Banker*", seconda edizione, Egea, Milano, anno 1999, da p. 122 a p. 125

All' "area legale" possono essere ricondotte l'esigenza di ottenere supporto legale per questioni prettamente personali, quali affrontare una separazione o un divorzio, costituzioni di fondazioni benefiche, necessità di ricevere consulenza in ambito fiscale, ivi compresa la fiscalità d'impresa, passando dalla strutturazione di società alla gestione di passaggi ereditari.

Altre esigenze. E' un'area assolutamente vasta e altamente personalizzabile all'interno della quale il Private Banker ha la possibilità di intervenire e consigliare il cliente su scelte importanti quali la scuola più adatta per i figli, l'architetto o il giardiniere, come e dove spendere il tempo libero, quali clubs frequentare e via dicendo.

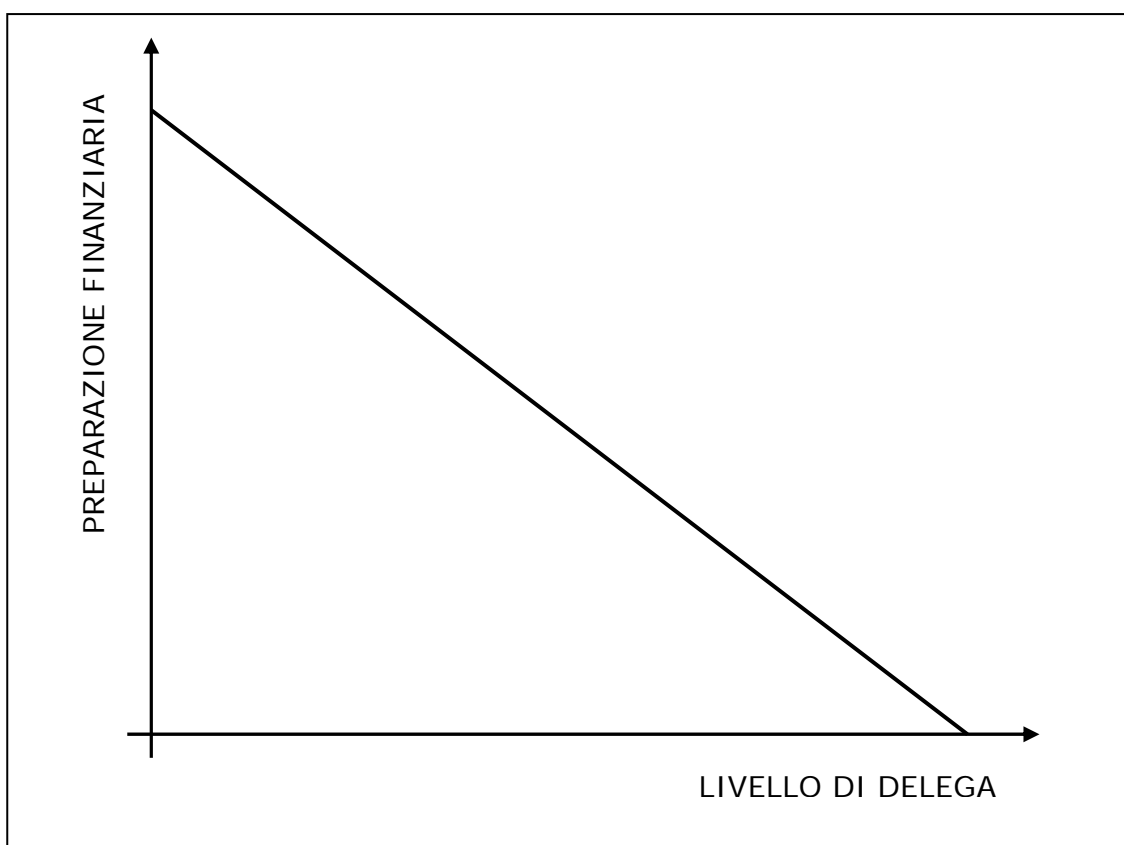
L'individuazione e il successivo esame delle aree di esigenza di un cliente Private comporta necessariamente la raccolta di informazioni sul soggetto, sulla sua famiglia, sul suo ambiente di riferimento e ovviamente sul suo intero patrimonio. Questo processo richiede al Private Banker un notevole investimento in termini di tempo, una considerevole capacità di ascolto e talvolta di interpretazione delle notizie fornite; in tale operazione risulta particolarmente interessante utilizzare un'ulteriore classificazione degli individui basata sullo *stile di vita*.

Lo *stile di vita* è un concetto complesso che scaturisce dall'insieme di molteplici fattori prevalentemente di natura soggettiva quali il carattere dell'individuo, la scolarità e la cultura generale, il contesto sociale frequentato, le ambizioni, il desiderio di apparire e in generale il modo di affrontare le diverse situazioni che la vita presenta. Lo stile di vita è quindi un elemento caratterizzante l'individuo nel suo modo di essere, influenzando la gestione delle relazioni con i terzi, il suo agire in ogni ambito ivi compreso il suo stile di investimento. Pertanto l'individuazione di aggregati omogenei di soggetti che adottano un analogo stile di vita e manifestano atteggiamenti e valori condivisi²³ risulta estremamente importante nell'attività di ascolto attivo eseguita dal Private Banker al fine di suffragare, controbattere o ridimensionare eventuali affermazioni o decisioni assunte dal cliente. Infatti lo stile finanziario di un individuo si ripercuote necessariamente sul livello di delega che è disposto a riconoscere al proprio consulente. Solitamente si può affermare che ad un più elevato grado di cultura o meglio, nella fattispecie, di preparazione finanziaria corrisponde un maggior desiderio

²³ Marco Oriani, "Il Family Office", Franco Angeli, Milano, anno 2004, p. 44

di partecipare attivamente alla gestione e alle scelte riguardanti il proprio patrimonio cosicché, come rappresentato nella successiva figura 3, il livello di delega decresce.

Figura 3 – Relazione fra preparazione finanziaria del cliente e livello di delega concesso all'intermediario



Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Wealth Management", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, pag 217

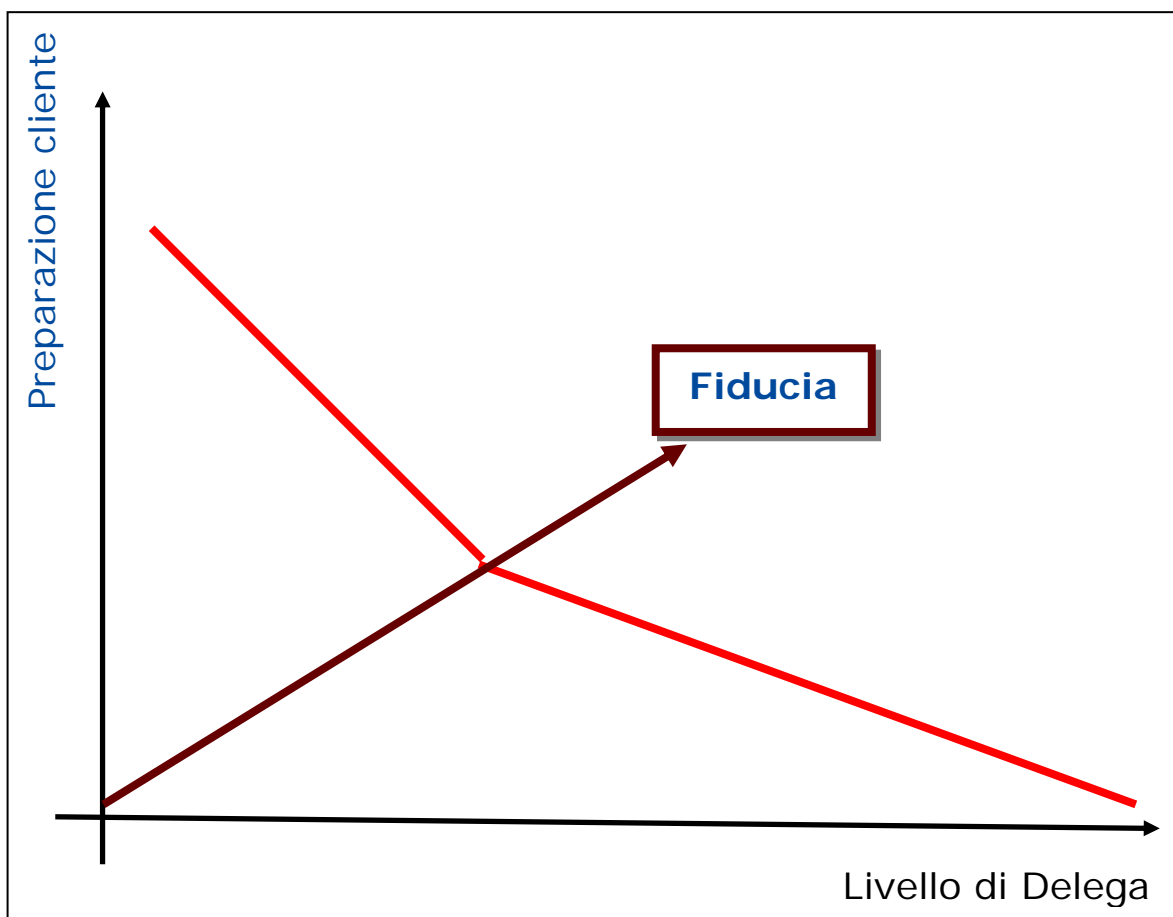
Dal lato della preparazione finanziaria del cliente e conseguentemente sul livello di delega da accordare al proprio Private Banker interviene un elemento particolarmente insidioso per la costruzione di un dialogo proficuo: la presunzione. Il problema di non secondaria importanza, risiede nel fatto che esistono clienti effettivamente preparati e che quindi assumono consapevolmente le proprie decisioni di investimento senza recriminare nulla all'intermediario qualora le scelte effettuate non dovessero produrre le conseguenze sperate; ma purtroppo molti soggetti presumono di conoscere e di padroneggiare gli argomenti legati all'economia solo perché ricevono informazioni da

amici, parenti o più in generale dai mass media²⁴. Questo atteggiamento mina alla radice la solidità della relazione fra cliente e Private Banker e la sua possibilità di evoluzione in quanto un individuo arroccato e convinto delle proprie certezze, anche se inesatte o addirittura sbagliate, difficilmente accetterà di ammettere i propri errori e valutazioni e di modificare quindi il proprio pensiero; il capro espiatorio in tale contesto risulterà suo malgrado il consulente anche nel caso in cui il livello di delega concesso sia minimo.

La relazione inversa rappresentata nella figura 4 può essere in parte interrotta agendo su una dimensione fondamentale per le relazioni interpersonali: la *fiducia*.

Infatti, un soggetto finanziariamente preparato può essere disposto ad un maggior grado di delega qualora riponga la propria fiducia nella controparte (cfr. figura 4).

Figura 4 – Relazione fra preparazione finanziaria e livello di delega sulla base della fiducia.



Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio "Wealth Management", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, pag 217

²⁴ Eurisko, "Multi-finanziaria retail market", ricerca condotta nell'anno 2004 dati confermati dalla ricerca IPSOS per ACRI nella "Giornata del risparmio" del 30 ottobre 2006

Prendendo congiuntamente in considerazione la disponibilità patrimoniale e il livello di delega è possibile effettuare la classificazione riportata nella successiva figura 5.

In essa si ritrova la distinzione fra clienti HNWI, VHNWI ed UHNWI; con il termine “*livello di delega*” si intende il maggiore o minore desiderio di partecipare attivamente alla gestione del proprio patrimonio; un “*livello di delega basso*” vuole significare che il cliente desidera essere coinvolto da protagonista nella gestione del proprio patrimonio mentre, viceversa, un “*livello di delega alto*” identifica un soggetto che accetta pressoché passivamente le decisioni assunte dal proprio Private Banker.

Figura 5 – Classificazione della cliente Private in base alla dotazione patrimoniale e al livello di delega concesso all’intermediario

		LIVELLO DI DELEGA	
		ALTO	BASSO
DISPONIBILITA' FINANZIARIA	UHNWI	WEALTH CONSERVATORI	WEALTH INNOVATIVI
	HNWI + VHNWI	PRIVATE CLASSICI	SUCCESSFUL PROFESSIONAL

Fonte: Nostra rivisitazione Accenture anno 2001 ricerca sul segmento degli UHNWI.

La segmentazione della clientela Private riportata nella figura 5 è particolarmente utile per capire quali possano essere alcune esigenze che accomunano, con gradi indubbiamente differenti e soggettivi di intensità, coloro che appartengono ad una medesima categoria.

- **Wealth Conservatori**: si possono così definire coloro che possiedono elevati patrimoni, non solo di natura meramente finanziaria, in alcuni casi tramandati di generazione in generazione, orientati ad una conservazione del medesimo con finalità di ulteriore trasmissione agli eredi. Solitamente sono clienti non di età giovane, abbastanza tradizionalisti anche per quel che riguarda le tipologie di investimento; generalmente avversi al rischio risultano predisposti ad una delega pressoché totale al Private Banker di fiducia;

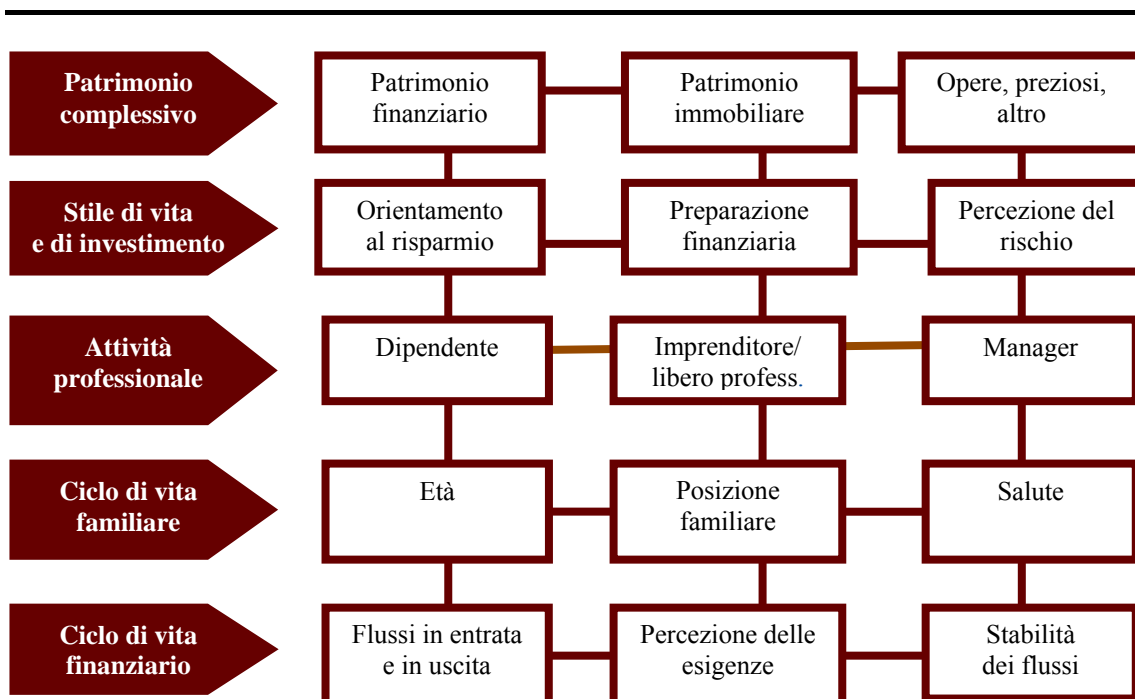
- **Private Classici**: rientrano in questa categoria clienti con cospicui patrimoni ma orientati a farli lievitare; a tal fine prediligono prodotti con garanzia di performance e presentano una propensione al rischio media o medio-bassa; il livello di delega che sono disposti a concedere è mediamente alto;

- **Successful Professional**: generalmente identifica i soggetti self-made, che hanno costruito una fortuna attraverso le proprie doti personali e professionali: dirigenti di azienda, liberi professionisti, piccoli e medi imprenditori di successo. Per la loro estrazione lavorativa e culturale desiderano essere coinvolti attivamente nella gestione del proprio patrimonio e presentano una propensione al rischio mediamente alta. Solitamente sono multibancarizzati, attenti alle innovazioni di prodotto e all'efficienza nei servizi ottenuti;

- **Wealth Innovativi**: possono essere ricondotti a questa categoria i soggetti che hanno creato la propria ricchezza sfruttando le innovazioni o un'idea di business di successo; sono molto attenti ai cambiamenti e alle evoluzioni di ogni mercato o settore produttivo, attratti dalle novità, presentano una propensione al rischio generalmente alta; desiderano assolutamente essere coinvolti nel processo decisionale e di gestione della propria ricchezza complessiva anche per l'elevata sofisticazione e personalizzazione richiesta nei servizi.

Avere presente la classificazione proposta nella figura 5 consente al Private Banker di categorizzare il cliente riuscendo ad indirizzarlo verso scelte di investimento coerenti con i propri obiettivi anche in termini di rischio e di rendimento e di correggere, quindi, eventuali distorsioni decisionali in merito alle scelte di investimento. Ciò significa che un soggetto identificabile oggettivamente come un *Wealth conservatore* in linea di massima non potrebbe e non dovrebbe assumere un livello di rischio pari a quello sostenibile da un cliente riconducibile alla classe dei *Wealth Innovativi* perché sono diverse le variabili soggettive di partenza. Al fine di comprendere e mappare correttamente la realtà di ogni cliente Private è necessario esplorare due macro classi di informazioni: la prima di tipo quantitativo, facendo riferimento al patrimonio finanziario e non, e la seconda riguardante lo stile di vita ovvero l'aspetto qualitativo dell'esistenza condotta dall'individuo. Gli elementi che devono essere considerati nel condurre tale analisi sono rappresentate nella successiva figura 6: il patrimonio complessivo, lo stile di vita e di investimento, l'attività professionale, il ciclo di vita familiare e il ciclo di vita finanziario²⁵.

Figura 6 – Le variabili di analisi della clientela private



Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Wealth Management", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002

²⁵ Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Wealth Management", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, p. 100

Patrimonio complessivo. Per essere in grado di gestire complessivamente il patrimonio di un cliente e di conseguenza per poter costruire una relazione basata sulla fiducia è necessario disporre di informazioni il più possibile complete. Conoscere la composizione complessiva della sua ricchezza fra immobili, terreni, attività finanziarie quotate e non quotate, oro, gioielli, opere d'arte, preziosi di vario genere e oggettistica da collezione è la condizione minima per poter capire come impostare una relazione di tipo consulenziale.

Stili di vita e di investimento. Orientamento al risparmio, preparazione finanziaria e percezione del rischio sono tre variabili fondamentali per poter tracciare un profilo di investimento del cliente. Una dettagliata e robusta preparazione finanziaria pone il cliente nella condizione di poter e di voler partecipare attivamente alla gestione del proprio patrimonio e di comprenderne le dinamiche; tutto ciò si ripercuote nella percezione del rischio e nelle successive scelte di investimento e disinvestimento che risulteranno più o meno consapevoli e condivise.

Attività professionale. Potrebbe sembrare superfluo esaminare questa variabile che riveste invece una notevole importanza considerando la possibilità di offrire una consulenza che riguarda la porzione di vita lavorativa che entra nella sfera personale del cliente. E' il tipico caso di un soggetto che non ha entrate da reddito di lavoro ma solo flussi derivanti dalla sua posizione di socio, più o meno attivo, all'interno di un'azienda, nella quale ha investito gran parte della sua ricchezza. Si capisce, in questo caso, che la commistione fra vita lavorativa e vita privata è particolarmente forte e le esigenze personali del cliente non possono prescindere dall'attività di business.

Ciclo di vita familiare. Età, situazione familiare e salute sono tre variabili che incidono enormemente sulla sfera emotiva del cliente e sulle sue scelte di investimento; un soggetto gravemente ammalato, solitamente è poco incline a voler affrontare direttamente altre tipologie di problematiche, se non quelle relative alla propria assistenza medica e alla tutela della propria famiglia.

Ciclo di vita finanziario. E' un'area di indagine scomponibile in tre variabili cruciali: flussi in entrata e flussi in uscita, identificandone non solo la quantità ma anche la

provenienza²⁶ e la tempistica di manifestazione²⁷ e, da ultima, la verifica della stabilità nel corso del tempo dei medesimi.

La raccolta completa ed esaustiva di informazioni relative alla clientela è un'attività sicuramente non facile e dispendiosa di tempo e di energia, motivo per cui è solitamente condotta minuziosamente nei confronti dei clienti più meritevoli di attenzioni ovvero appartenenti alla classe degli UHNWI. La figura 7²⁸ vuole fornire un quadro sufficientemente completo delle informazioni da raccogliersi per i diversi segmenti di clientela; si può notare come le variabili di indagine vadano aumentando sia in termini di numerosità che di complessità all'avvicinarsi alla clientela di più alto standing; la raccolta di tali informazioni e la successiva analisi appare un passaggio fondamentale per un Private Banker che voglia costruire una relazione di fiducia con il proprio cliente²⁹. Nell'elaborazione delle informazioni raccolte occorre preventivamente tener presente anche dei mutamenti che sono intervenuti nella sfera sociale e che si ritengono cruciali nella definizione di un'attenta pianificazione finanziaria e allocazione del patrimonio. Il primo aspetto da considerare è una *maggior aspettativa di vita* che impatta, in primo luogo, direttamente sulle scelte di investimento (con l'aumentare dell'età media si riduce progressivamente la propensione al rischio) ma anche sui servizi richiesti da clienti che hanno una maggiore speranza di vita, a partire dall'esigenza di una rendita vitalizia, di coperture sanitarie ed assistenziali fino ad arrivare alla gestione dell'impiego del tempo libero. Altro aspetto importante riguarda i *nuovi modelli di famiglia* che si sono affermati nel corso degli anni. Si pensi all'incremento del numero dei singles, che ha portato ad un notevole sviluppo del segmento immobiliare dedicato ai mono e bilocali, all'aumento delle persone divorziate e separate, che devono gestire più famiglie contemporaneamente e quindi le esigenze di più persone.

²⁶ Per esempio se trattasi di redditi di capitale, proventi per fitti da immobili o da terreni, spese per la manutenzione ordinaria e straordinaria dei medesimi.

²⁷ Ossia con quale cadenza giornaliera, settimanale, mensile, annuale o una tantum si verifica il flusso in entrata e in uscita

²⁸ Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Marketing e Private Banking", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2002, p. 152

²⁹ Si veda a tale proposito anche Paola Musile Tanzi (a cura di), "Manuale del Private Banker", EGEA, Milano, anno 1999, da p. 13 a p. 33

Figura 7 - Le informazioni rilevanti nel segmento Private

MASS		
Dati anagrafici <ul style="list-style-type: none"> ▪ Età ▪ Sesso ▪ Famiglia 	Dati patrimoniali <ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimonio ▪ Prodotti utilizzati ▪ Numero operazioni 	
AFFLUENT		
Dati anagrafici <ul style="list-style-type: none"> ▪ Età ▪ Sesso ▪ Famiglia ▪ Professione ▪ Scolarità 	Dati patrimoniali <ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimonio ▪ Prodotti utilizzati ▪ Numero operazioni ▪ Reddito stimato ▪ Carte di credito 	
HNWI		
Dati anagrafici <ul style="list-style-type: none"> ▪ Età ▪ Sesso ▪ Famiglia ▪ Professione ▪ Scolarità ▪ Stili di vita ▪ Eventi familiari 	Dati patrimoniali <ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimonio ▪ Prodotti utilizzati ▪ Numero operazioni ▪ Reddito stimato ▪ Carte di credito ▪ Polizze assicurative ▪ Altri beni posseduti 	Bisogni <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimenti ▪ Finanziamenti ▪ Hobbies
		Livello di competenza finanziaria
VHNWI		
Dati anagrafici <ul style="list-style-type: none"> ▪ Età ▪ Sesso ▪ Famiglia ▪ Professione ▪ Scolarità ▪ Stili di vita ▪ Eventi familiari ▪ Situazioni personali 	Dati patrimoniali <ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimonio ▪ Prodotti utilizzati ▪ Numero operazioni ▪ Reddito stimato ▪ Carte di credito ▪ Polizze assicurative ▪ Altri beni posseduti ▪ Asset non finanziari ▪ Asset immobiliari 	Bisogni <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimenti ▪ Finanziamenti ▪ Hobbies ▪ Personali ▪ Familiari
		Livello di competenza finanziaria
UHNWI		
Dati anagrafici <ul style="list-style-type: none"> ▪ Età ▪ Sesso ▪ Famiglia ▪ Professione ▪ Scolarità ▪ Stili di vita ▪ Eventi familiari ▪ Situazioni personali ed extra familiari 	Dati patrimoniali <ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimonio ▪ Prodotti utilizzati ▪ Numero operazioni ▪ Reddito stimato ▪ Carte di credito ▪ Polizze assicurative ▪ Altri beni posseduti ▪ Asset non finanziari ▪ Asset immobiliari ▪ Corporate finance 	Bisogni <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimenti ▪ Finanziamenti ▪ Hobbies ▪ Personali ▪ Familiari ▪ Extra familiari
		Livello di competenza finanziaria

Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio "Marketing e Private Banking", Egea, Milano, anno 2004, pag. 152

I cicli lavorativi e la mobilità del lavoro sono altri elementi particolarmente significativi e quindi da considerare nel comprendere le esigenze della clientela. L'entrata nel mondo del lavoro avviene infatti in età tardiva rispetto al passato, anche per effetto dell'aumentata scolarità, e spesso i flussi finanziari in entrata non sono più costanti e certi come in un recente passato.

Una corretta allocazione del patrimonio e una proporzionata distribuzione del medesimo fra asset finanziari e non finanziari, necessita quindi di una mole notevole di informazioni. Se questo è vero, quanti sono i clienti disposti a collaborare? Quanti cioè sono disponibili a fornire al proprio interlocutore finanziario un livello di informazioni così articolato e completo? La domanda non trova una facile risposta.

In primo luogo è ben difficile che un cliente, soprattutto ai primi incontri, sia disposto a fornire informazioni dettagliate sul proprio patrimonio e sulla propria famiglia. Il livello di approfondimento e di precisione delle informazioni raccolte, aumenta con la crescita della fiducia che l'individuo ripone nel proprio Private Banker. Questo significa che l'operazione di costruzione di un database informativo accurato per ogni nucleo-cliente potrà avvenire solo col trascorrere del tempo e attraverso un'attenta e puntigliosa attività di relazione cliente-consulente.

A supporto dell'attività di rilevazione dati si possono utilizzare dei questionari, di cui un esempio è riportato nella figura 8, che nella logica di un approfondimento progressivo della conoscenza del cliente potrebbero essere strutturati su più livelli, ognuno dei quali dovrebbe essere opportunamente utilizzato in tempi successivi al fine di non scontrarsi con eventuali temporanee indisponibilità del cliente a collaborare.

Figura 8 – Questionario per il rilevamento di informazioni strategiche al fine di offrire una adeguata consulenza in ambito di Private Banking e di Wealth Management

P. 1

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO

INFORMAZIONI PERSONALI

1. Dati anagrafici

Nome e cognome _____

Luogo e data di nascita _____ Età _____

Residenza

Indirizzo _____

CAP _____ Località _____ Provincia _____

Nazione _____

Recapiti

Telefono casa _____

Telefono ufficio _____

Fax _____ Cell. _____

E-mail _____

Disponibile a ricevere servizi ed informazioni via sms o e-mail si no

2. Dati professionali

Titolo di studio _____

Professione _____

Cariche ricoperte _____

3. Dati sul nucleo familiare

Stato civile _____

Numero Figli _____

Componenti totali della famiglia n° _____

4. Note

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO

QUESTIONARIO PER IL PROFILO DI RISCHIO

1. Esperienze passate in tema di investimenti finanziari

Ipotizzando un patrimonio finanziario complessivo pari a 100 come lo ha distribuito in passato fra:

Obbligazioni pubbliche	_____ %
Obbligazioni private	_____ %
Prodotti obbligazionari gestiti	_____ %
Titoli azionari	_____ %
Prodotti azionari gestiti	_____ %
Strumenti finanziari derivati	_____ %
Obbligazioni strutturate	_____ %
Polizze con protezione del capitale	_____ %
Polizze con garanzia del capitale	_____ %
Prodotti finanziari con protezione del capitale	_____ %
Prodotti finanziari con garanzia del capitale	_____ %

2. Il suo orizzonte di investimento medio è pari:

- all'incirca 1 anno
- all'incirca 3 anni
- all'incirca 5 anni
- all'incirca 10 anni

3. Secondo Lei l'investimento azionario:

- È preferibile rispetto all'investimento obbligazionario in quanto offre maggiori possibilità di guadagno
- È di difficile comparazione con gli strumenti obbligazionari
- È da evitare in quanto troppo rischioso

4. Come definirebbe la Sua propensione al rischio?

- Bassa
- Media
- Alta

NOTE

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO

RILEVAMENTO DATI REDDITUALI E PATRIMONIALI

5. Dati reddituali

Tipologia di reddito	Frequenza di percepimento			
	Mensile	Semestrale	Annuale	Una tantum
Lavoro				
Pensione Previdenza				
Finanziario				
Altro				

Risparmio mensile

Risparmio annuale

6. Dati patrimoniali immobiliari

Immobile ad uso abitativo principale di proprietà Sì No

Mutui in corso Sì No

Durata residua _____ Importo singola rata _____

Frequenza di pagamento _____

Altri immobili di proprietà Sì No

7. Dati patrimoniali finanziari

Patrimonio liquido disponibile per investimento _____

Patrimonio finanziario già investito _____

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO**8. Allocazione attuale del Suo patrimonio investito**

Obbligazioni pubbliche	_____%
Obbligazioni private	_____%
Prodotti obbligazionari gestiti	_____%
Titoli azionari	_____%
Prodotti azionari gestiti	_____%
Strumenti finanziari derivati	_____%
Obbligazioni strutturate	_____%
Polizze con protezione del capitale	_____%
Polizze con garanzia del capitale	_____%
Prodotti finanziari con protezione del capitale	_____%
Prodotti finanziari con garanzia del capitale	_____%

9. Le Sue fonti informative sono:

- quotidiani
- quotidiani finanziari
- settimanali
- settimanali finanziari
- mensili
- mensili finanziari
- riviste
- TV
- internet
- parenti
- amici e colleghi

Note e commenti:

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO

10. Obiettivi principali:

a) **finanziari:** disporre di disponibilità per

-
- acquistare immobili:

importo stimato _____

data prevista di acquisto _____

Note e commenti:

-
- sostenere la famiglia:

importo stimato _____

Note e commenti:

-
- acquistare altri beni

Tipologia

Importo stimato per l'investimento

Tempistica

INFORMAZIONI DI BASE – 1° LIVELLO**a) di protezione**

- caso morte, per un importo di circa _____
- infortuni, per un importo di circa _____
- malattie gravi, per un importo di circa _____
- non autosufficienza, per un importo di circa _____

Note e commenti:

c) previdenziali, ovvero **garantirsi un tenore di vita futuro**

- da subito
- a partire dall'anno _____
- per un importo stimato di circa _____

Note e commenti:

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO

2° LIVELLO

1. Composizione dettagliata del patrimonio finanziario

Fondi Comuni di Investimento

Intermediario	Nome Prodotto	Data di Acquisto	Investito	N° Quote	Controvalore attuale	Note

SICAV

Intermediario	Nome Prodotto	Data di Acquisto	Investito	N° Quote	Controvalore attuale	Note

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO

2° LIVELLO

GPF/GPM

Intermediario	Nome Prodotto	Tipologia	Data di Apertura	Importo versato	Controvalore attuale	Note

Conti Correnti

Istituto	Disponibilità per investimento	Giacenza media	Punti di forza e di debolezza

Carte di credito e bancomat

Istituto	Frequenza di utilizzo	Tipologia	Punti di forza e di debolezza

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO

2° LIVELLO

Dossier titoli – risparmio amministrato

Intermediario	Descrizione	Quantità	Investito	Prezzo di acquisto	Valore Attuale	Data scadenza

Strumenti finanziari derivati

Istituto	Tipologia	Premio	Sottostante	Scadenza	Punti di forza e di debolezza

Note e commenti:

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO

2° LIVELLO

Prodotti assicurativi Unit Linked

Compagnia	Nome Prodotto	Tipologia	Data di sottoscrizione	N° quote	Importo versato	Controvalore attuale

Note e commenti:

Prodotti assicurativi Index Linked

Compagnia	Nome Prodotto	Tipologia	Data sottoscrizione	Data di scadenza	Importo versato	Controvalore attuale

Note e commenti:

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO

2° LIVELLO

Coperture previdenziali: Fondi Pensione

Nome	Data iscrizione	Consistenza attuale	Data di scadenza	Importo lordo da versare annualmente	Linea

Note e commenti:

Coperture previdenziali assicurative

Compagnia	Nome Prodotto	Premio annuo ricorrente	Premio unico	Consistenza attuale	Scadenza dei versamenti	Note

Coperture da polizze tradizionali

Compagnia	Rendita assicurata	Capitale assicurato	Premio annuo	Premio unico	Tipologia	Data sottoscrizione	Data scadenza	Frequenza

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO**2° LIVELLO****2. Mappatura completa patrimonio immobiliare**

Tipologia	Località	Descrizione	Provenienza	Valore di carico	Valore attuale	Valutazione effettuata da

Note e commenti:

3. Partecipazioni in società, ruoli ricoperti e funzioni svolte

Note oltre alla documentazione raccolta

INFORMAZIONI PATRIMONIO FINANZIARIO**2° LIVELLO*****4. Finanziamenti***

Tipologia	Finalità	Importo richiesto	Capitale residuo	Rata di rimborso	Frequenza

Punti di forza e di debolezza

--

Note e commenti

--

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO

2. Componenti la famiglia*Coniuge*

Nome e cognome _____

Luogo e data di nascita _____ Età _____

Indirizzo di residenza _____

CAP _____ Località _____ Provincia _____

Nazione _____

Telefono casa _____

Telefono ufficio _____

Fax _____ Cell. _____

E-mail _____

Disponibile a ricevere servizi ed informazioni via sms o e-mail si no

Titolo di studio _____

Professione _____

Cariche e ruoli _____

Problemi di salute

Reddito percepito ed informazioni sul patrimonio finanziario e non finanziario
(eventualmente compilando un altro questionario di livello 2)

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO*Figli (una scheda per ognuno)*

Nome e cognome _____

Luogo e data di nascita _____ Et  _____

Indirizzo di residenza _____

CAP _____ Localit  _____ Provincia _____

Nazione _____

Telefono casa _____

Telefono ufficio _____

Fax _____ Cell. _____

E-mail _____

Disponibile a ricevere servizi ed informazioni via sms o e-mail si no

Titolo di studio _____

Professione _____

Cariche e ruoli _____

Ambizioni professionali _____

Ambizioni personali _____

Problemi di salute

Percorso formativo intrapreso o desiderato

Reddito percepito ed informazioni sul patrimonio finanziario e non finanziario
(eventualmente compilando un altro questionario di livello 2)

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO*Genitori e suoceri (una scheda per ognuno)*

Nome e cognome _____

Luogo e data di nascita _____ Et  _____

Indirizzo di residenza _____

CAP _____ Localit  _____ Provincia _____

Nazione _____

Telefono casa _____

Telefono ufficio _____

Fax _____ Cell. _____

E-mail _____

Disponibile a ricevere servizi ed informazioni via sms o e-mail si no

Titolo di studio _____

Professione _____

Cariche e ruoli _____

Problemi di salute

_____Reddito percepito ed informazioni sul patrimonio finanziario e non finanziario
(eventualmente compilando un altro questionario di livello 2)

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO*Altri (una scheda per ognuno)*

Nome e cognome _____

Posizione rispetto al cliente _____

Luogo e data di nascita _____ Età _____

Indirizzo di residenza _____

CAP _____ Località _____ Provincia _____

Nazione _____

Telefono casa _____

Telefono ufficio _____

Fax _____ Cell. _____

E-mail _____

Disponibile a ricevere servizi ed informazioni via sms o e-mail si no

Titolo di studio _____

Professione _____

Cariche e ruoli _____

Problemi di salute

Reddito percepito ed informazioni sul patrimonio finanziario e non finanziario
(eventualmente compilando un altro questionario di livello 2)

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO

3. Animali posseduti

Tipologia	Razza	Descrizione	Età	Nome	Altro	Importanza per la famiglia
Cane						
Gatto						
Uccelli						
Pesci						
Conigli						
Serpenti						
Cavalli						
Tartarughe						
Scimmie						
Anatre-ocche-pavoni						
Criceti - scoiattoli						
Farfalle						
Altro						

Note e commenti

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO

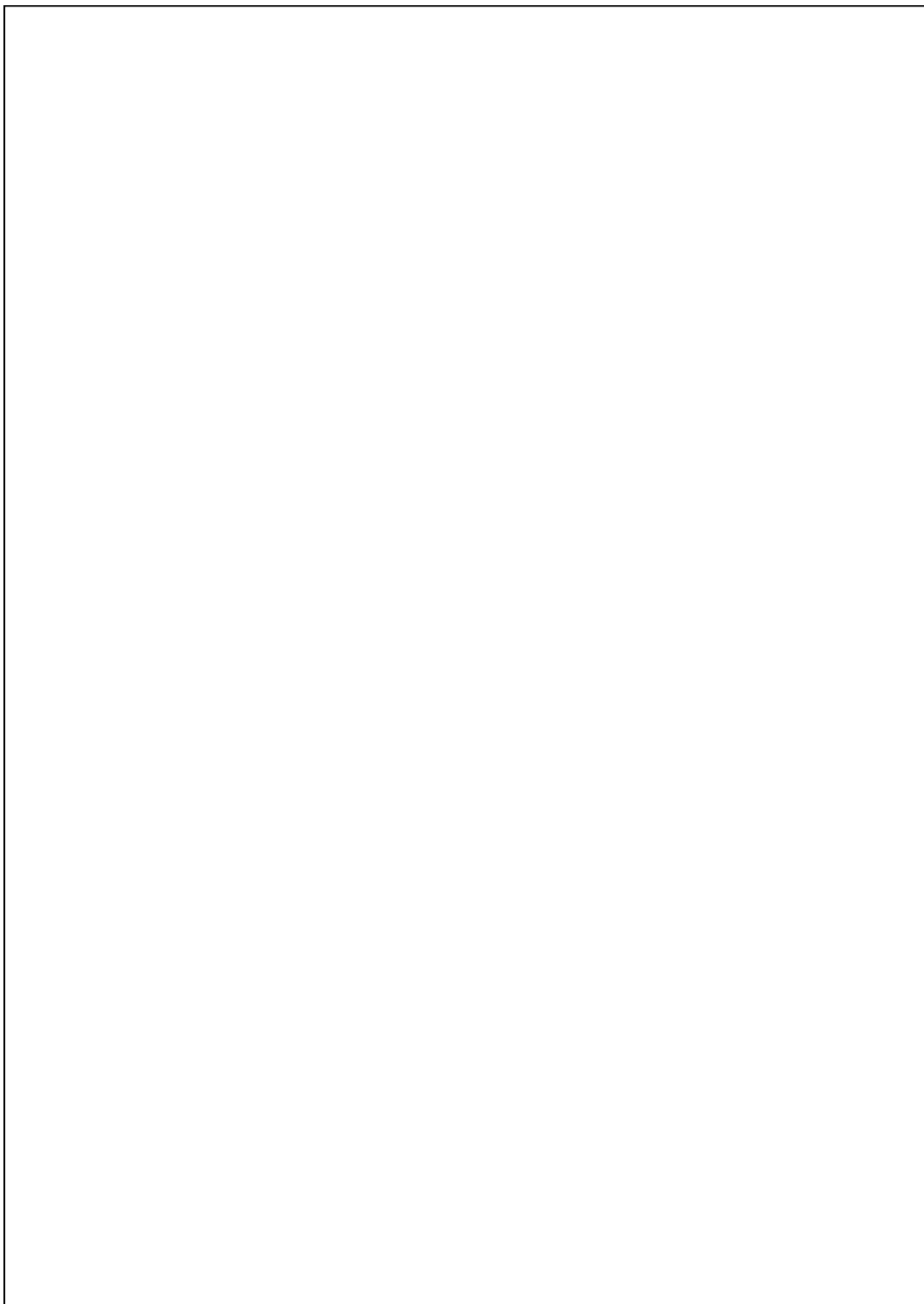
5. Hobbies

Tipologia	Cliente	Coniuge	Figli	Genitori	Suoceri	Altri
Calcio						
Tennis						
Golf						
Pallavolo						
Pallacanestro						
Sci						
Hokey						
Equitazione						
Nuoto						
Lettura						
Musica						
Pittura						
Monete						
Francobolli						
Altro						

Note e commenti

INFORMAZIONI DI 3° LIVELLO

6. Obiettivi e desideri



Fonte: Nostra elaborazione

Il questionario di rilevazione delle informazioni presentato attraverso la figura 8 si suddivide in tre distinti livelli; le domande formulate dalla pagina 1 alla 6 sono di carattere prettamente generico; il dettaglio aumenta notevolmente nella batteria di quesiti di secondo livello indicati dalla pagina 7 alla 13 mentre l'analisi del terzo livello mira ad esaminare ambiti prettamente personali. Si nota la presenza frequente nel questionario di spazi bianchi contraddistinti dal titolo "*Note e commenti*" che consentono al Private Banker di schematizzare una situazione complessa, appuntare un'osservazione, una frase, un'affermazione, un ragionamento ritenuto particolarmente utile per comprendere meglio la personalità dell'individuo.

Procedendo con ordine, nella prima pagina del questionario sono richieste al cliente informazioni basilari di carattere anagrafico, informative sull'attività professionale svolta e sulla composizione familiare. A seguire si esplora una dimensione fondamentale per la successiva assunzione di decisioni non solo di natura finanziaria ovvero la definizione del profilo di rischio. A tale scopo si esaminano quali sono state le esperienze di investimento passate, quale sia l'orizzonte temporale di investimento e quindi viene richiesto espressamente di definire la propria propensione al rischio come bassa, media oppure alta. Questa dichiarazione deve essere letta ed eventualmente rielaborata dal Private Banker alla luce di tutti gli altri elementi emersi dal questionario, a partire dai dati anagrafici e dalla risposta fornita alla domanda chiusa numero 3 di pagina 2 finalizzata a verificare il giudizio del cliente sull'investimento azionario. Il passo successivo consiste nel rilevare le diverse tipologie di redditi percepiti dal soggetto in termini di frequenza ed di ammontare con l'indicazione, anche approssimativa, del risparmio mensile ed annuale realizzabile. Nell'ambito della raccolta di informazioni di primo livello si richiede anche una superficiale indicazione degli immobili di proprietà e se, eventualmente, esista un finanziamento a sostegno di tale investimento. Nella pagina 4 viene eseguita una prima e non ancora dettagliata fotografia dell'asset allocation esistente cui segue la richiesta di quali siano le fonti informative del cliente. Le successive pagine 5 e 6 mirano ad identificare i principali obiettivi di investimento, di tutela e di natura prettamente assicurativa e previdenziale.

Dalla pagina 7 comincia la rilevazione di informazioni definite di secondo livello, in quanto finalizzate ad approfondire e ad arricchire argomenti già esaminati attraverso le domande di primo livello. Viene quindi richiesto un dettaglio puntiglioso e preciso del patrimonio finanziario in essere in termini di Fondi Comuni di Investimento, SICAV,

Gestioni Patrimoniali Mobiliari e Gestioni Patrimoniali in Fondi nonché informazioni circa conti correnti, carte di credito e di debito. Con riferimento a questi ultimi strumenti si osservi la presenza nel questionario della colonna denominata “*Punti di forza e di debolezza*” che può essere considerata strategica per cogliere, anche fra le righe, eventuali insoddisfazioni o necessità del cliente. La mappatura del patrimonio prosegue con la richiesta dettagliata di informazioni relative al risparmio amministrato, agli strumenti finanziari derivati, ai prodotti assicurativi unit ed index linked, con l’individuazione dei relativi punti di miglioramento, ai Fondi Pensione e alle assicurazioni sottoscritte con finalità previdenziali e di protezione.

Le domande proposte nella pagina 12 tendono a rilevare puntigliosamente tutto il patrimonio immobiliare identificando la tipologia di bene, la località di ubicazione nonché la provenienza (acquisto, donazione, successione o altro), l’eventuale valore di carico, il valore attuale e il soggetto o ente che ha eventualmente eseguito l’ultima perizia. Non si è tralasciata la rilevazione di dati relativi ad eventuali partecipazioni e all’assunzione di ruoli societari e nella pagina 13 si esamina la dimensione dei finanziamenti in essere o potenzialmente attivabili.

L’analisi di terzo livello comincia con i quesiti di pagina 14 che mirano a mappare in maniera esaustiva tutto il patrimonio non finanziario, ricomprendendovi per esempio automobili, natanti, panfili ma anche oggettistica da collezione, filatelia, numismatica e via dicendo. In particolare per questa tipologia di beni, ma anche per i beni immobili, è fondamentale identificare il *valore affettivo* che il cliente attribuisce loro al fine di non commettere errori decisionali e di destinazione futura; a titolo di esempio si ritiene che un consulente non possa consigliare la vendita di un bene a cui il cliente riconosce un valore inestimabile a livello sentimentale!

Per ogni singolo investimento di natura non finanziaria viene richiesta una descrizione, la data di acquisto o di possesso, il prezzo di acquisto o “di carico”, il valore stimato ad oggi e il nome del soggetto che ha eventualmente eseguito tale perizia. L’obiettivo delle domande successive è addentrarsi nella composizione familiare con la finalità di creare una scheda dettagliata per ciascun componente compresi i genitori, i suoceri, i figli ed eventualmente altri soggetti quali per esempio amanti ed ex-coniugi. In questa sede si richiedono informazioni anche su problemi di salute e su obiettivi, sogni ed ambizioni. Agli animali posseduti è dedicata una ricca raccolta di dati alla pagina numero 19 con la finalità di presidiare e quindi gestire le problematiche che possono riguardare i piccoli e

grandi compagni di vita del cliente Private. L'indagine prosegue con la rilevazione degli hobbies praticati o desiderabili di ogni singolo componente la famiglia "allargata" e nella pagina 21 è consentito appuntare ogni obiettivo o desiderio del soggetto che non abbia trovato una precedente collocazione all'interno del questionario o che meritava comunque un approfondimento particolare. L'intervista cognitiva delineata nel questionario dovrebbe essere riproposta ad ogni componente della famiglia del cliente Private al fine di coinvolgere ciascuno di essi nella condivisione delle scelte e quindi del futuro. Questo atteggiamento risulta fondamentale anche per il Private Banker per poter gettare le basi al mantenimento della gestione del patrimonio che travalichi la durata della vita del singolo cliente³⁰.

E' indubbio che la compilazione del questionario riportato nella figura 8 richiede un notevole investimento di tempo sia da parte del Private Banker sia del cliente, il quale deve anche essere estremamente disponibile a collaborare e questo atteggiamento sarà riscontrabile solo a seguito di una maturata fiducia nel proprio interlocutore. Utilizzare un questionario scomponibile in livelli differenti di approfondimento può essere un vantaggio per il Private Banker il quale può, nei primi periodi di conoscenza, rimanere ad un livello di superficialità cognitiva e col tempo approfondire gradualmente la conoscenza del cliente e dall'esame incrociato dei dati raccolti possono emergere delle anomalie che potrebbero richiedere un'attenta valutazione ed eventualmente degli interventi correttivi.

A titolo di esempio, confrontando le dichiarazioni fornite relativamente alla propensione al rischio con l'esperienza passata di investimento e con l'attuale composizione del portafoglio finanziario si può verificare la coerenza del cliente e intuirne la volatilità sostenibile nelle scelte di allocazione futura.

Nella decisione di ripartizione del patrimonio complessivo fra le diverse asset class, non esclusivamente finanziarie, si ritiene molto importante la conoscenza della famiglia "allargata" e delle disponibilità di ciascun componente al fine di poter ragionevolmente prospettare un possibile incremento della ricchezza a seguito di successioni o, viceversa, attenderci una possibile decurtazione per necessità legate ai soggetti notoriamente più bisognosi quali i figli e gli anziani.

Infine conoscere le fonti informative utilizzate dal cliente risulta strategicamente rilevante per instaurare una solida relazione in quanto, fra l'altro, si riescono ad

³⁰ Karl R. Bareither, "Keeping it in the Family: part 2", in Bank Investment Consultant, Febbraio 2006

anticipare e a meglio comprendere alcune dinamiche comportamentali dettate dall'emotività o dall'emulazione che possono essere indotte, per esempio, dagli amici, dai conoscenti ma soprattutto dai mass media.

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 clientela³¹.

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.

³¹ 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 dismissione³².

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.

³² 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 regolamentati³³ 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 giorno³⁴ 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 virulenza³⁵.

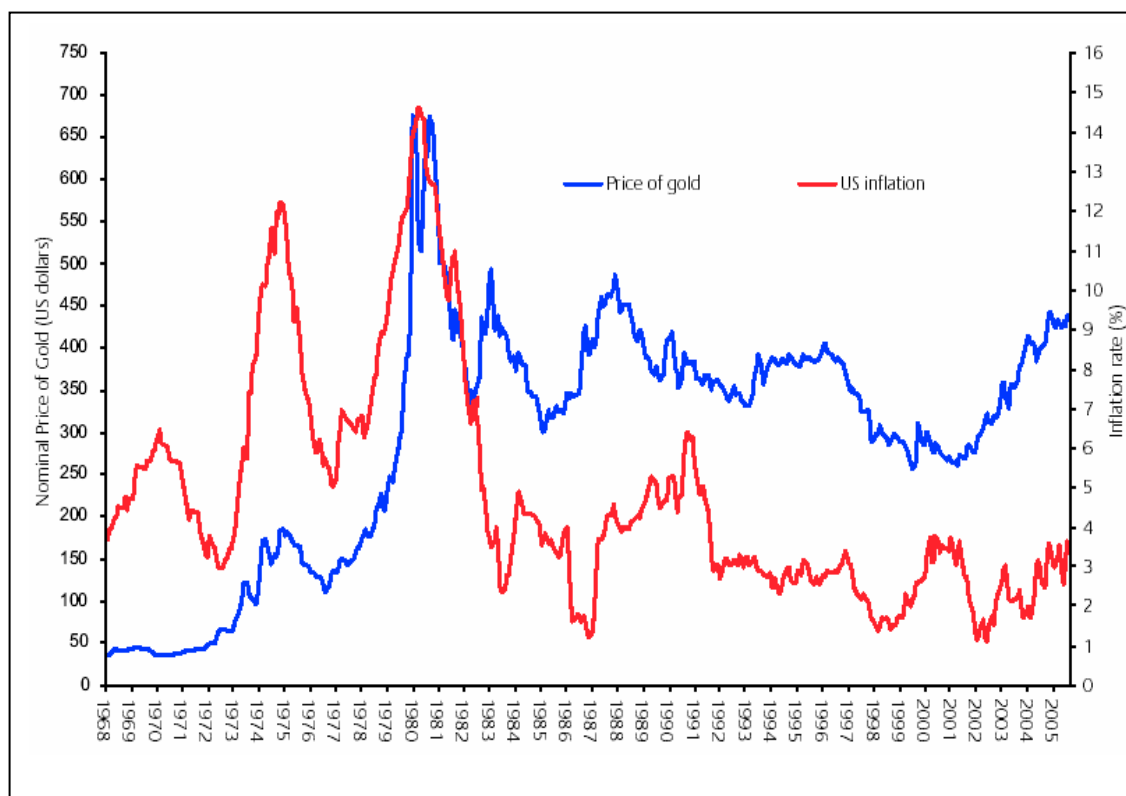
Uno dei confronti più interessanti ed importanti per gli investitori è quello che contrappone le dinamiche del prezzo dell'oro fisico con l'andamento del livello di inflazione; infatti qualsiasi performance dovrebbe essere valutata non tanto in termini nominali ma bensì a valori reali.

³³ 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)

³⁴ 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.

³⁵ Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 6

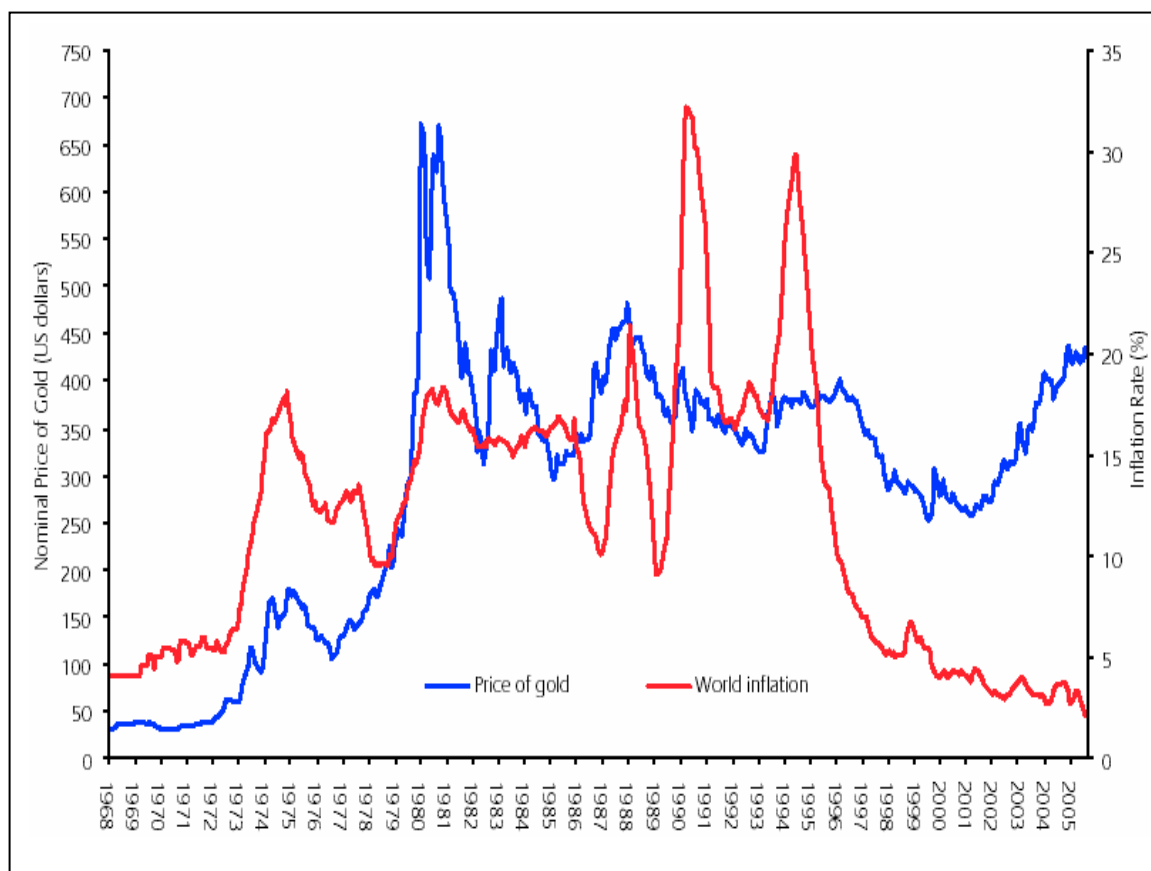
Figura 3.2 – Confronto fra andamento del prezzo dell'oro e del tasso di inflazione americano nel periodo 1968-2005



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

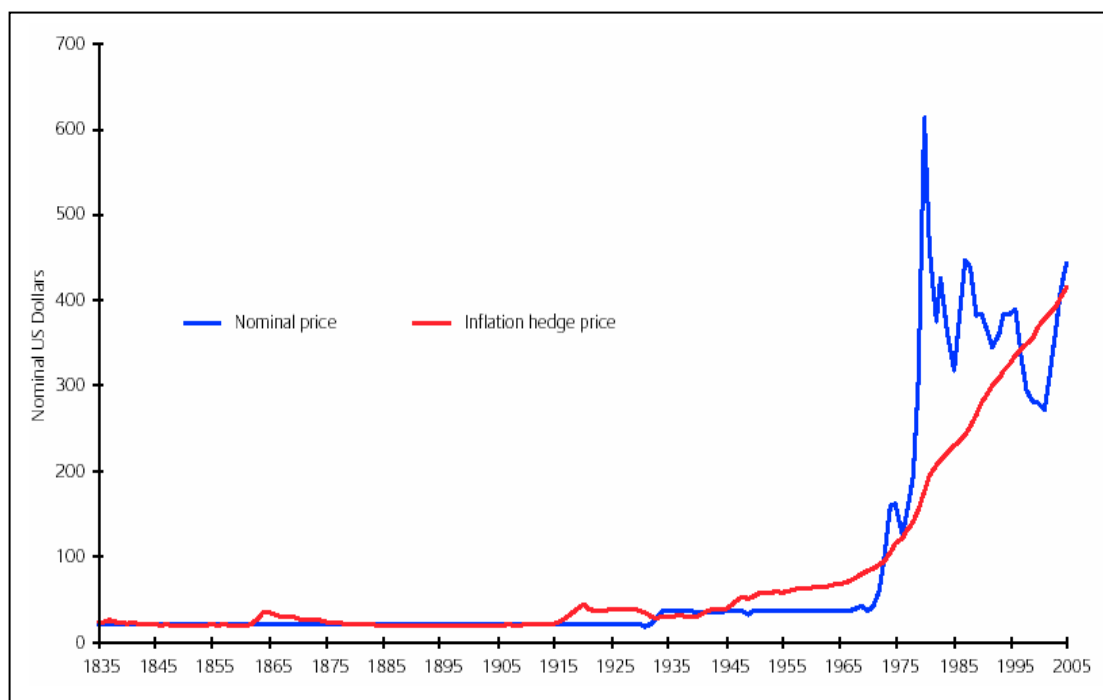


Fonte: Eric J. Levin, Robert E. Wright, "Short-run and long-run determinants of the price of gold", Research study n. 32, pag. 31, World Gold Council, Londra, June 2006

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

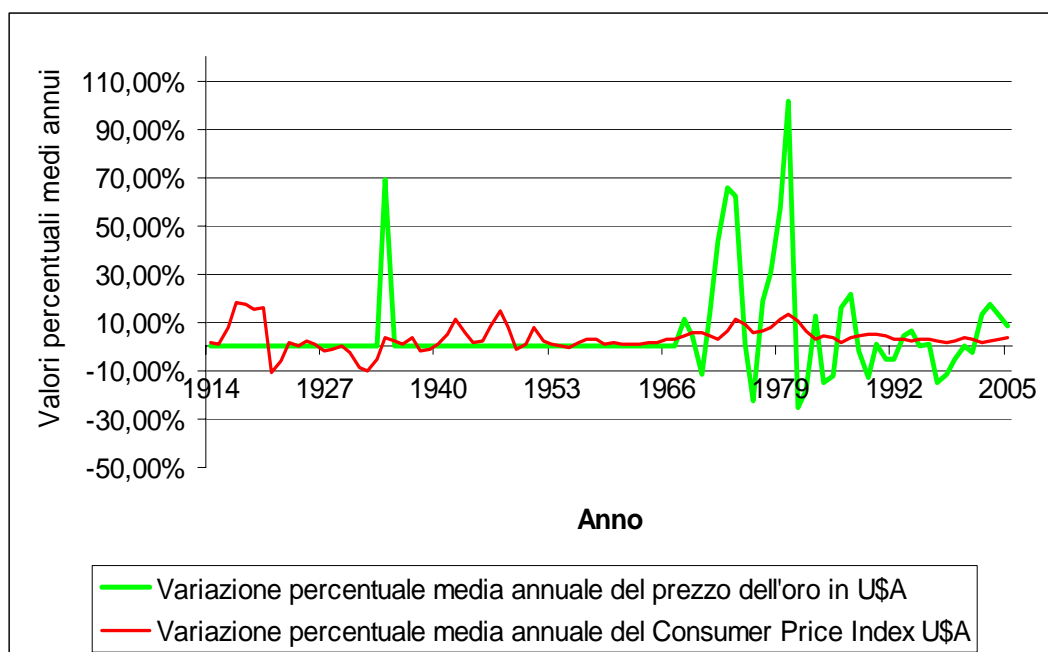
Nel 1833, il prezzo dell'oro risultava pari a 20,65\$ per oncia (corrispondenti a circa 425\$ a valore del 2005) mentre a fine 2005 era fissato a 445\$ l'oncia. Un incremento reale di circa lo 0,04% medio annuo a dimostrazione della funzione di protezione inflazionistica del metallo giallo negli ultimi 172 anni³⁶ 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

³⁶ 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 controparte³⁷. 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).

³⁷ 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 macroeconomica³⁸.

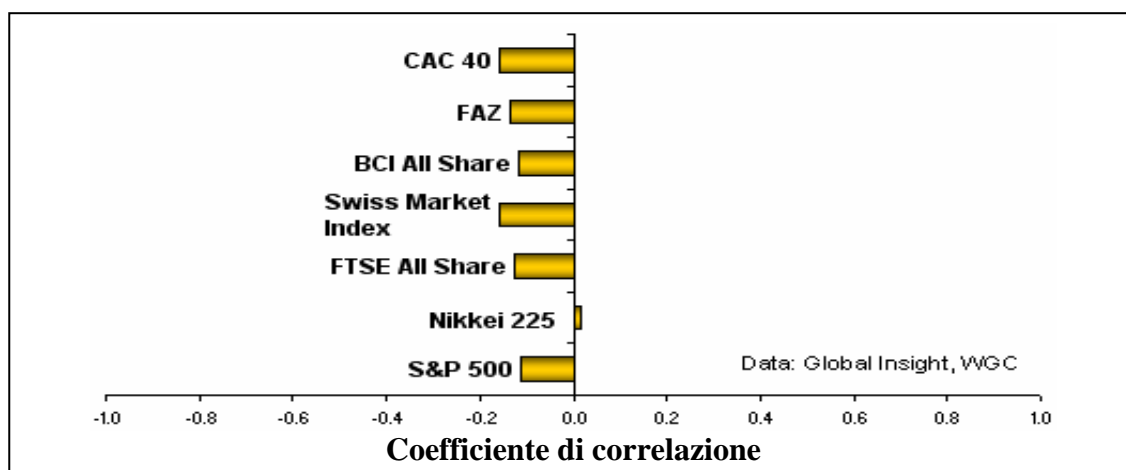
Dall'esame della figura 3.6 si evince infatti che con riferimento a tutti i principali mercati mondiali, il prezzo dell'oro risulta ad essi negativamente correlato, seppure in maniera non perfetta, tranne che con l'indice Nikkei 225 per il quale si può parlare di una sostanziale situazione di indipendenza. 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 portafoglio³⁹.

³⁸ World Gold Council, www.gold.org

³⁹ Si ricorda che il rischio di un portafoglio è distinguibile fra *rischio sistematico* (β) 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 ρ (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



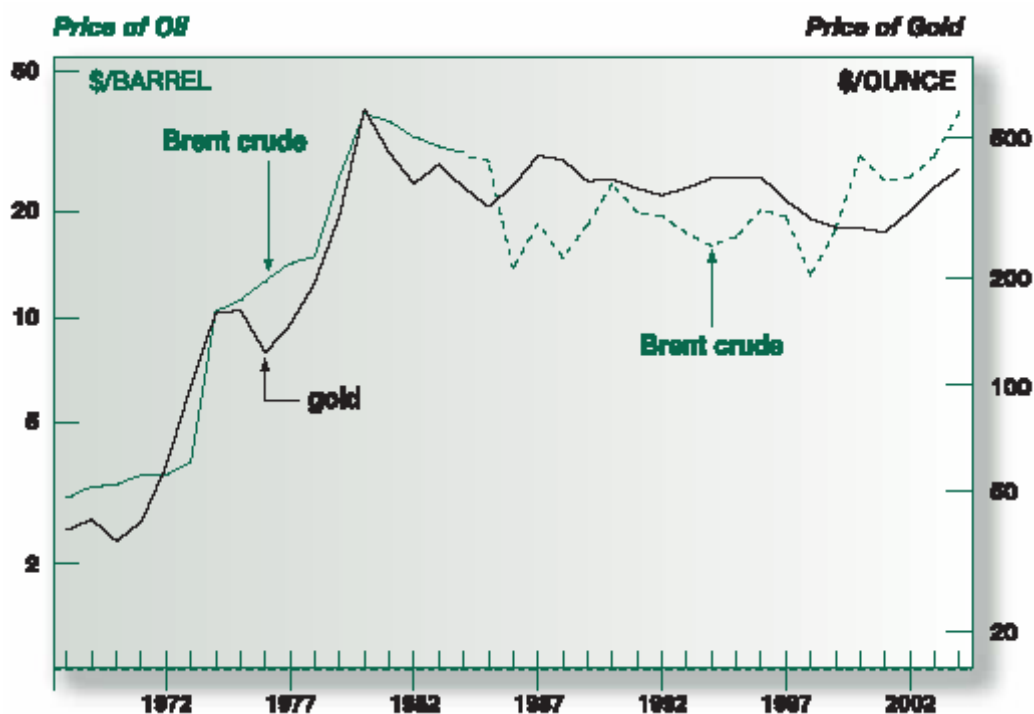
Fonte: *www.gold.org, Global Insight, World Gold Council, Londra, luglio 2006*

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 energetico⁴⁰.

⁴⁰ 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

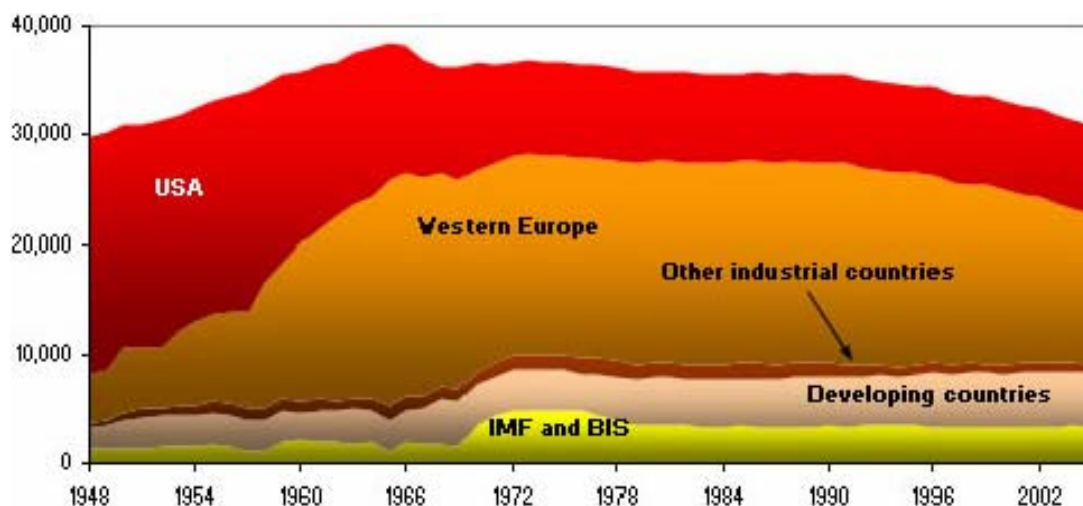
Il prezzo dell’oro è determinato principalmente dalla domanda e dall’offerta ma anche da altre variabili quali l’apprezzamento/deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute, il livello d’inflazione, i rendimenti ottenibili da altre forme di investimento, le dimensioni del mercato dei contratti derivati, le dinamiche dei tassi di interesse⁴¹.

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

⁴¹ 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)

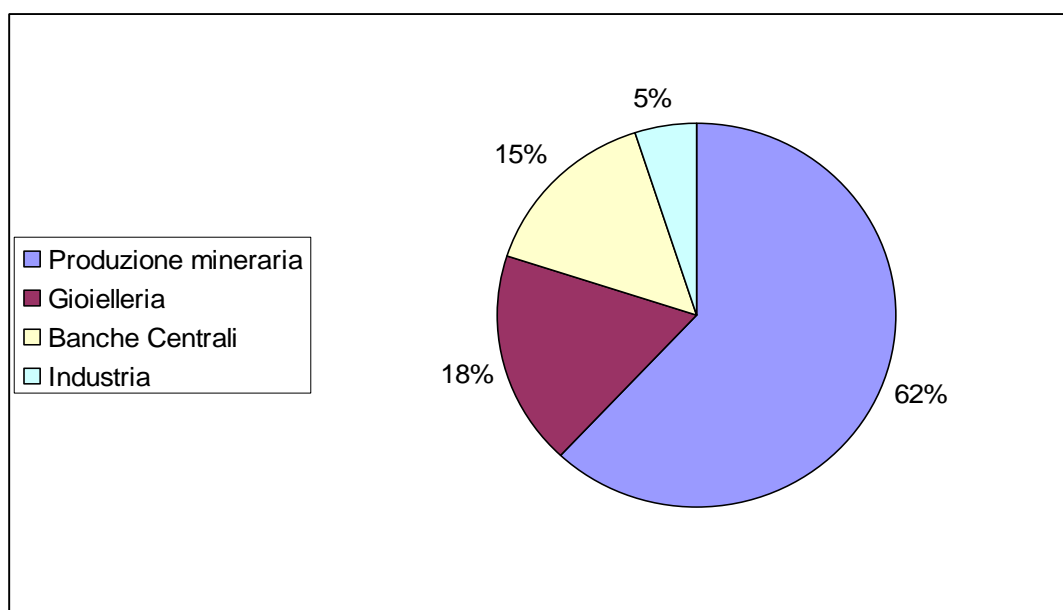


Fonte: World Gold Council, www.gold.org

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.

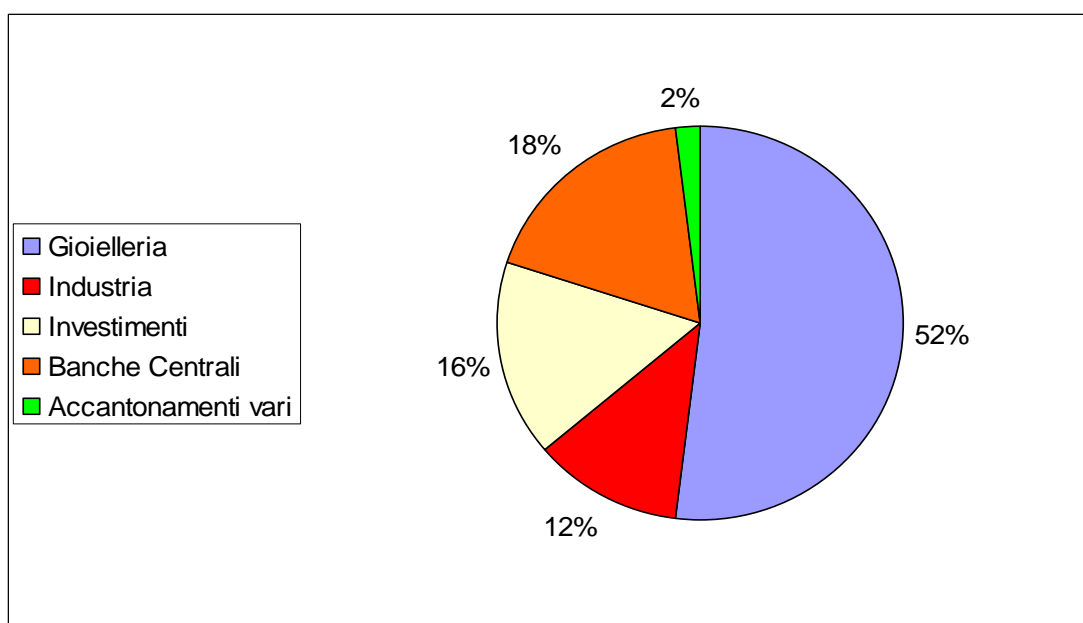
La successiva figura 3.9 mostra in quali settori e con quali percentuali si è verificato tale fenomeno nel periodo 2001-2005, mentre la figura 3.10 mostra la distribuzione dello stock aureo fra i diversi settori alla fine del 2005.

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

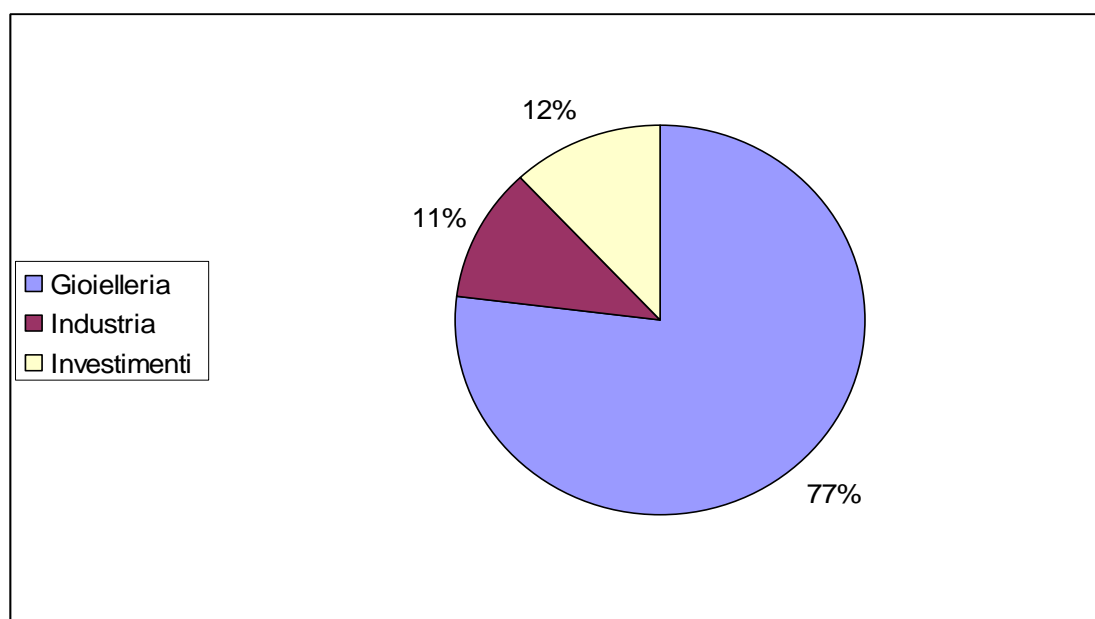
Figura 3.10 – Distribuzione delle riserve auree a fine 2005



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 stima⁴² 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 esogeni⁴³ fra i quali le instabilità geopolitiche dei Paesi estrattori.

⁴² Si veda a tal proposito gli studi di Eric J Levin (2005) ed i reports del World Gold Council

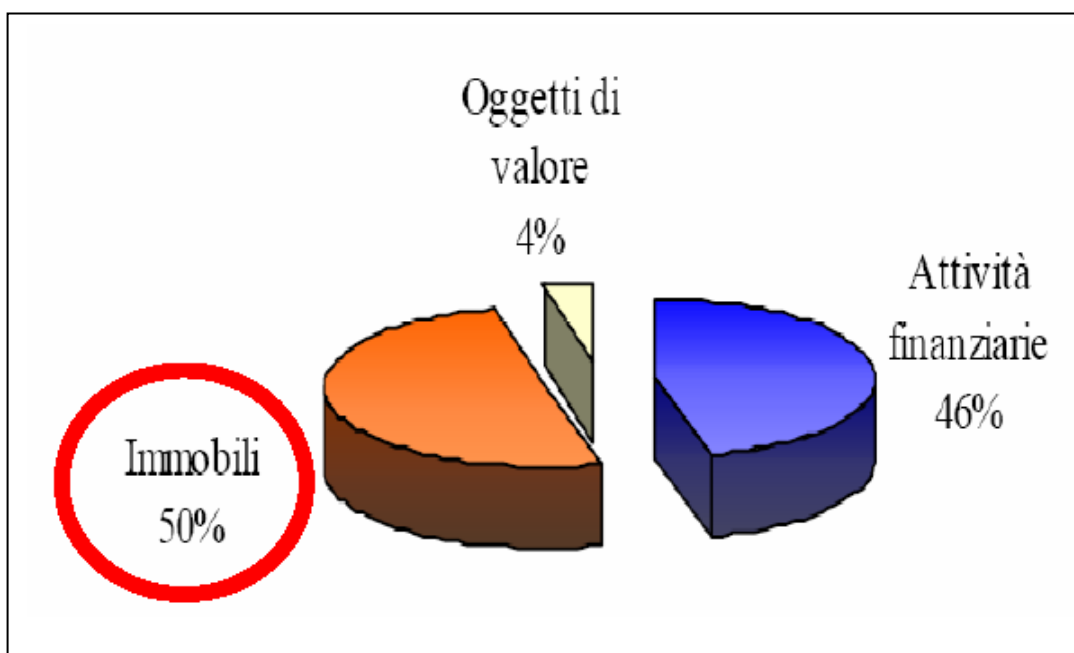
⁴³ Rossella Campanini, Filippo Cappio, "Investire in oro", Ed. Il Sole 24Ore, Milano, anno 2003, p. 35, Figura 1.9

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 raffronto⁴⁴ anche infrasettoriale⁴⁵.

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*⁴⁶.

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 richiesto⁴⁷. 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.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ 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

⁴⁶ www.reag.com

⁴⁷ 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'uso⁴⁸, 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 trascrizione⁴⁹. 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 3.14⁵⁰.

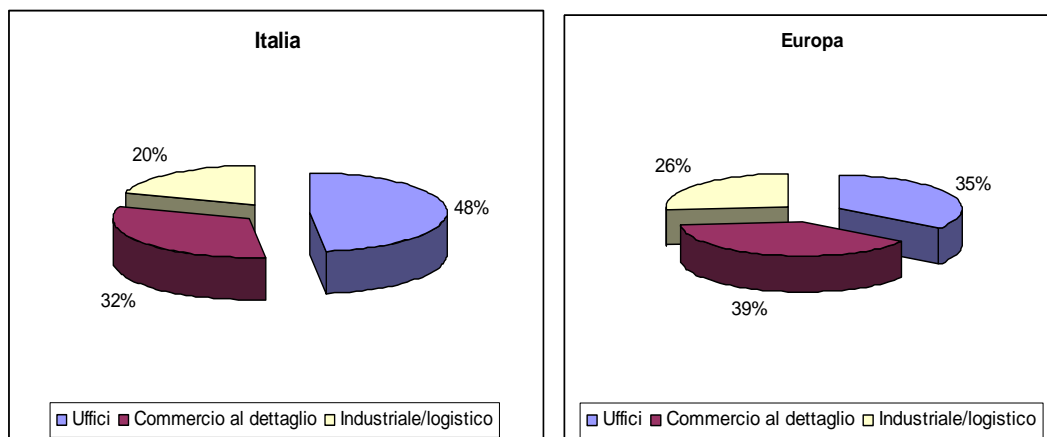
⁴⁸ Sulla base della tipologia dell'immobile, oltre che residenziale e commerciale, si può distinguere anche industriale e terziario. Una tassonomia più dettagliata può essere poi realizzata con riferimento specifico alla destinazione d'uso della proprietà che prevede la distinzione fra abitazioni, uffici, 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

⁴⁹ 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".

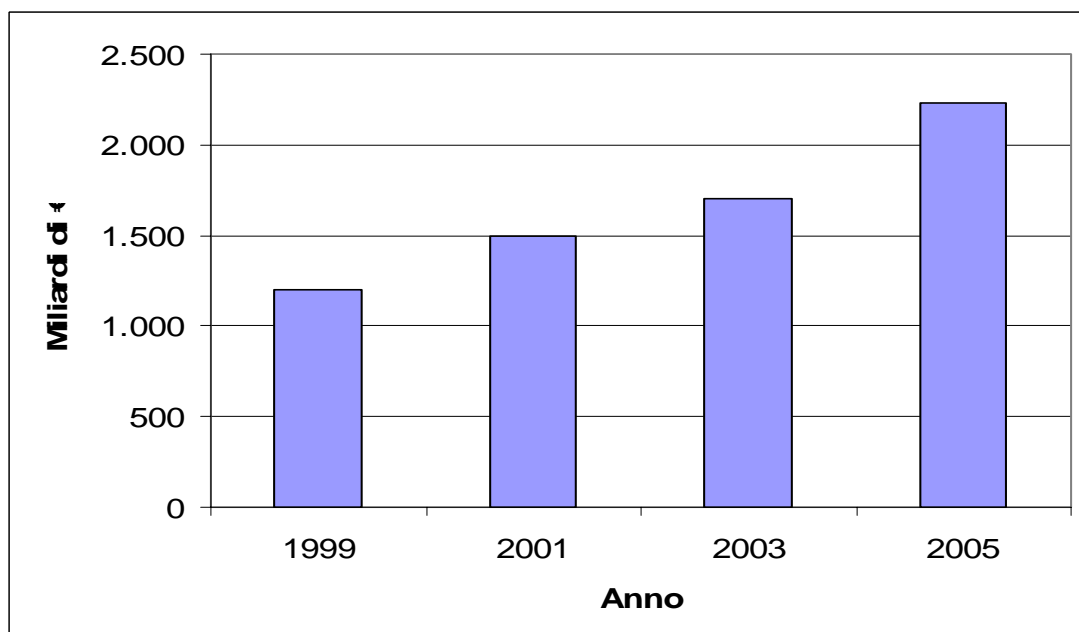
⁵⁰ Fonte: Paolo Insom, *"Gli investimenti immobiliari in Europa e in Italia"*, DTZ Research, Milano, 6 giugno 2006, Convegno AIPB dal titolo *"Gli investimenti immobiliari nelle attività di Private Banking"*

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 nazionale⁵¹ mentre nel resto dell'Europa l'incremento oscilla fra il 6% e l'11,6%⁵². 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 tracollo⁵³.

L'evidenza empirica dimostra che il rendimento delle attività immobiliari è positivamente correlato con le variazioni del livello generale dei prezzi⁵⁴. 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'inflazione⁵⁵.

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 1992⁵⁶.

⁵¹ Fonte: *Pirelli RE, Scenari Immobiliari*

⁵² Fonte: *Prometeia*

⁵³ Fonte: *Scenari Immobiliari*

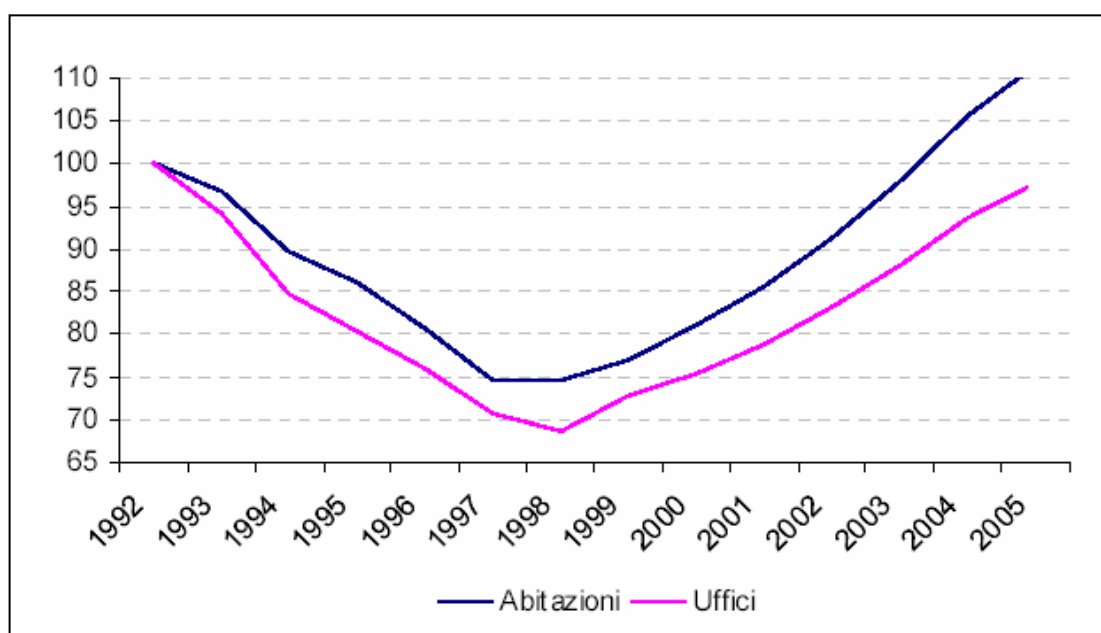
⁵⁴ Si veda a tale proposito: R.G. Ibboston e L.B. Siegel, "Real estate returns: a comparison with other investment" in "AREUA Journal", n. 12, pag. 3, 198;

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

⁵⁵ Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 65

⁵⁶ 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 positiva⁵⁷ 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 NCREIF⁵⁸ 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 USA⁵⁹ con scadenza 10 anni (UST10Y) dalla quale si evince che l'inserimento nel portafoglio della componente real estate ne produce

⁵⁷ Si veda la precedente nota n. 9 del presente capitolo.

⁵⁸ 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.

⁵⁹ 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&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

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 ribassato⁶⁰. 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.

⁶⁰ 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*⁶¹ 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 similari⁶².

Altro fattore di rischio che impatta direttamente sul ritorno immediato dell'investimento diretto in immobili è relativo alla figura dell'eventuale locatario⁶³. 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 immediato⁶⁴ 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*⁶⁵ 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-

⁶¹ Federica Ielasi, "Identificazione e tassonomia dei rischi immobiliari", in a cura di Claudio Cacciamani, "Il rischio immobiliare", Egea, Milano, anno 2003, pag. 27

⁶² 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

⁶³ Federica Ielasi, *op. cit.*, pag. 5-6

⁶⁴ Il canone di locazione è assimilabile al "rendimento cedolare lordo" di un titolo obbligazionario

⁶⁵ 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%⁶⁶ raggiungendo in molti casi le quotazioni di abitazioni localizzate nei pochi centri dell'arcipelago⁶⁷. 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 personalizzazione⁶⁸. 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

⁶⁶ Fonte: *Scenari Immobiliari*

⁶⁷ Un prezzo oscillante fra i 3.000,00 e i 3.500,00 euro al mq. Fonte: *Scenari Immobiliari*

⁶⁸ 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)⁶⁹.

La figura 3.16 fornisce una rappresentazione schematica delle aree e dei servizi nei quali potrebbe essere richiesto l'intervento di una Private Bank⁷⁰.

Figura 3.16 – Aree di offerta consulenziale nel settore real estate

<i>Valuation</i>	<i>Advisory & 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

⁶⁹ Massimo Biasin, "L'investimento immobiliare", Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 125-126

⁷⁰ www.reag.com

3.3 – *Investire in arte*

La clientela private 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 contemporanee⁷¹, moderne⁷², ottocentesche⁷³ e antiche⁷⁴, 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 collezionisti⁷⁵.

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 elevati⁷⁶.

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 3.18⁷⁷.

⁷¹ Dagli anni '50 ai giorni nostri.

⁷² Dalle avanguardie del primo Novecento al secondo dopoguerra

⁷³ Dal Neoclassicismo alle avanguardie del primo novecento

⁷⁴ Dall'età medievale al Neoclassicismo

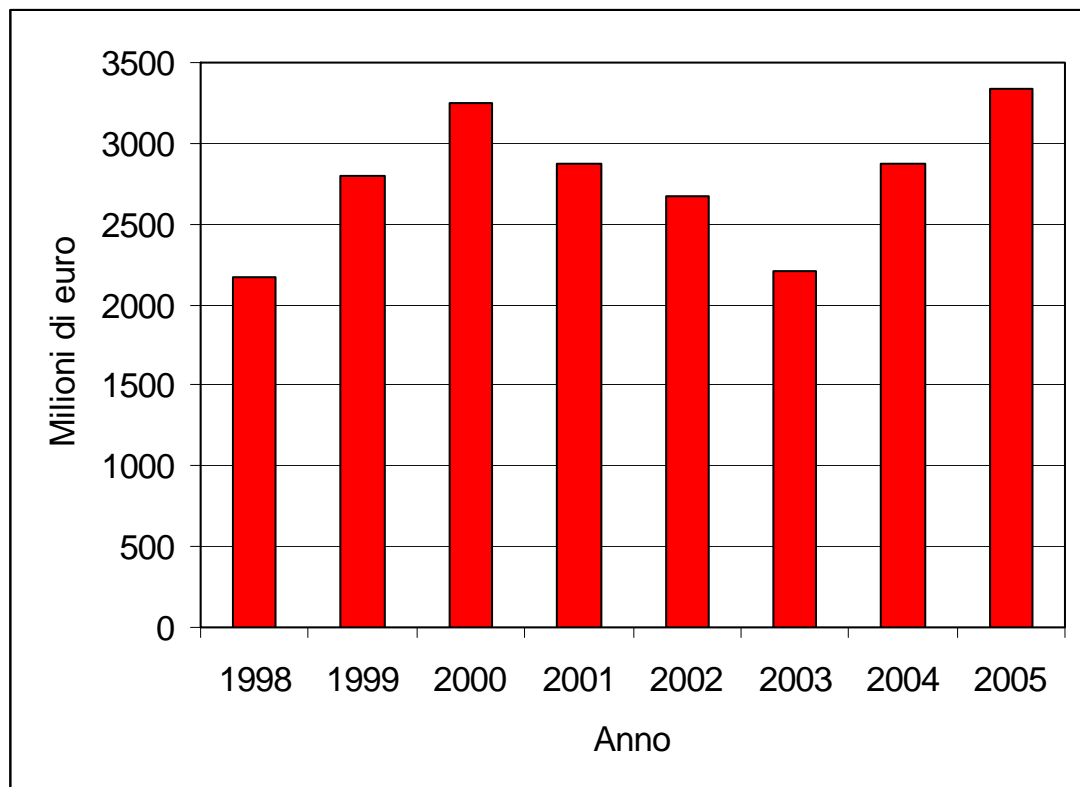
⁷⁵ Negli ultimi anni hanno assunto maggiore importanza il settore della fotografia d'autore, quello dei poster cinematografici e dei manifesti pubblicitari, i fotogrammi in celluloide (detti "cell") di celebri cartoni animati. Altro settore in crescita è quello dei "memorabilia" ossia oggetti feticcio 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.

⁷⁶ 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.*

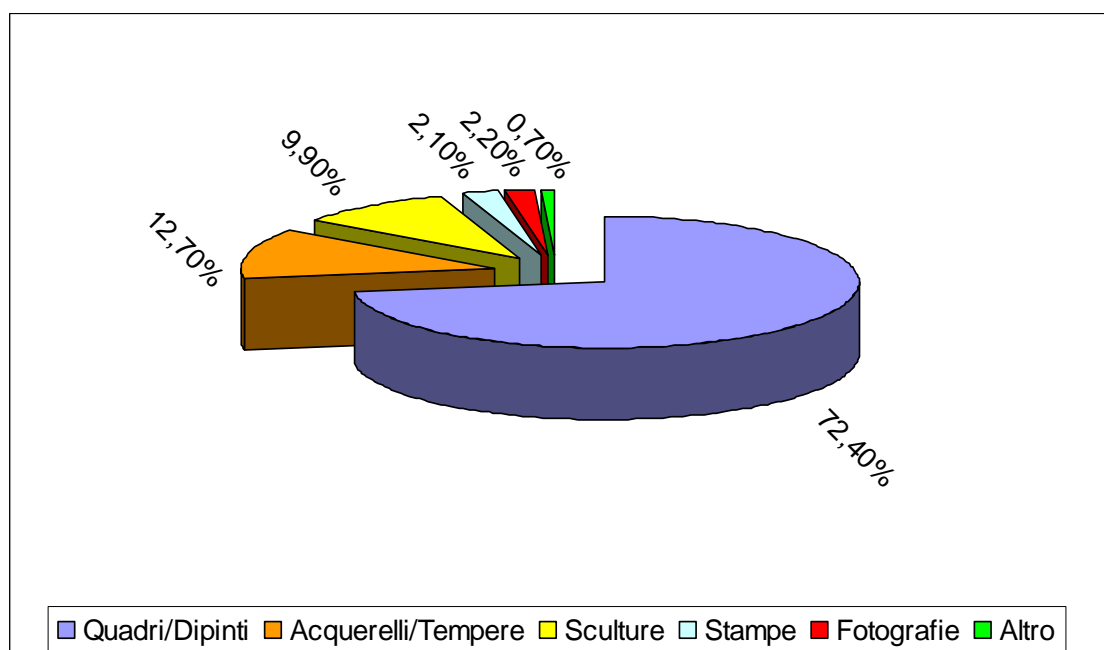
⁷⁷ *Artprice, « Art Market Trends – Tendances du marché de l'art 2005 », anno 2006*

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*⁷⁸.

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 Index⁷⁹ e il Mei/Moses Art Index⁸⁰.

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

⁷⁸ www.gabrius.com

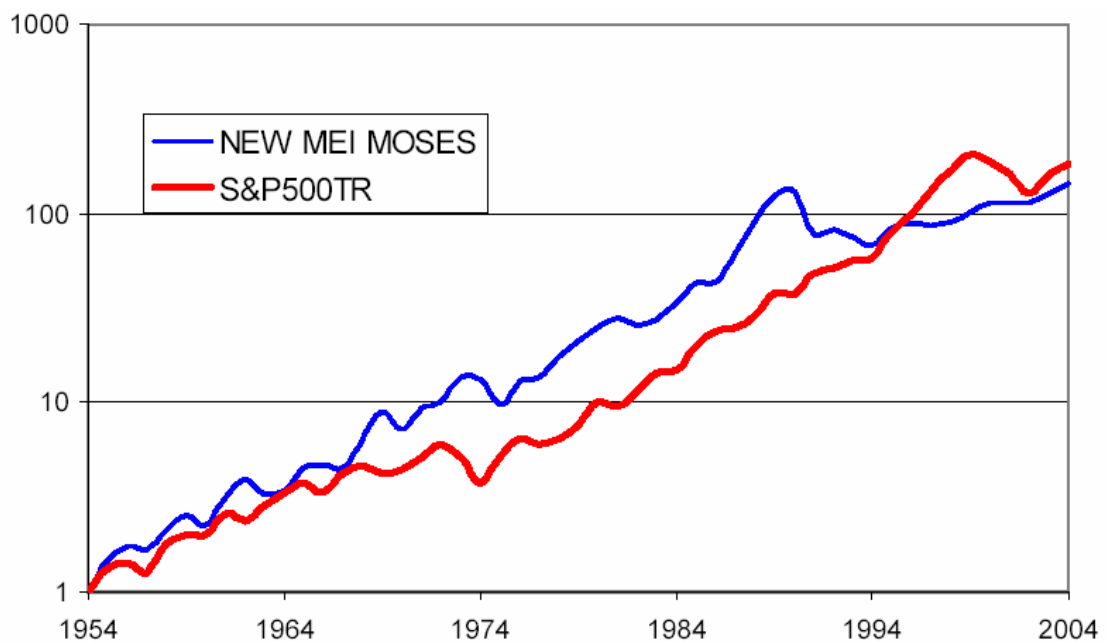
⁷⁹ Indice creato dall'art advisory Gabrius – www.gabrius.com

⁸⁰ 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 3.19⁸¹ 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



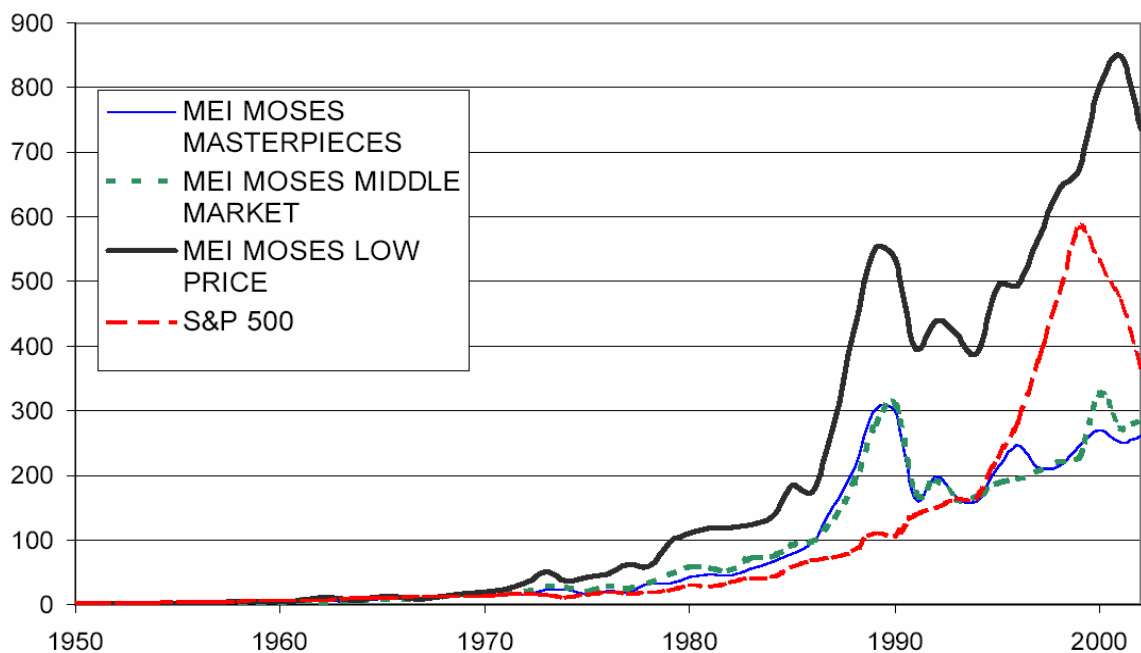
Fonte: Mei MosesTM Family of Fine Art Indices

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%⁸². 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.

⁸¹ Fonte: Mei MosesTM Family of Fine Art Indices, anno 2006

⁸² Daniel Gross, "Is art a good investment?", abstract *Paiping for Profit*, 21 giugno 2006

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



Fonte: Mei MosesTM 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 Moses⁸³ 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.

⁸³ 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

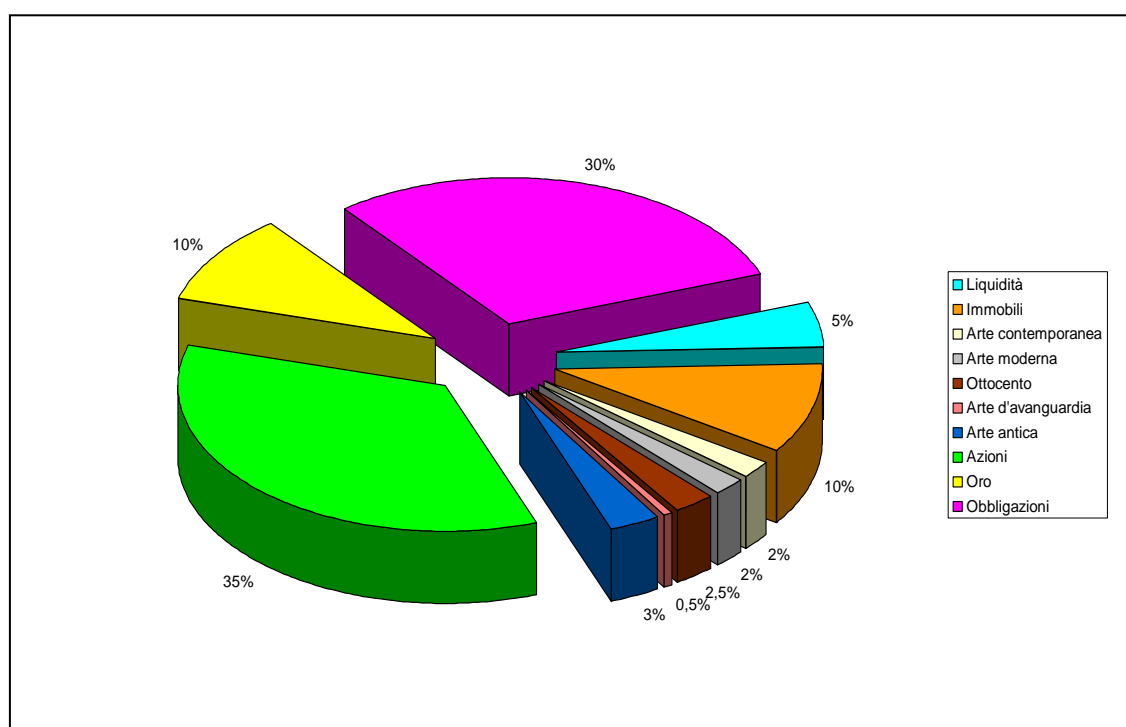
	<i>S&P 500</i>	<i>MEI MOSES</i>	<i>UST10Y</i>
<i>S&P 500</i>	1	0,05	0,23
<i>MEI MOSES</i>	0,05	1	-0,19
<i>UST10Y</i>	0,23	-0,19	1

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%⁸⁴.

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 elevati⁸⁵.

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.

⁸⁴ 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

⁸⁵ 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 diverso⁸⁶.

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 ulteriormente⁸⁷.

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 anni⁸⁸. 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

⁸⁶ 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.

⁸⁷ Peter Lunzer, Director and Wine Adviser, The wine investment fund

⁸⁸ Anthony Maxwell in “*A ratfer liquid investment*” interview by Sarah Turner, 31 luglio 2006

dimenticare che una bottiglia ha valore finché il vino è bevibile⁸⁹ 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 complessivo⁹⁰.

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 finanziario⁹¹ mentre il London International Vintage Exchange (Liv-ex)⁹² ha ideato due indici⁹³ 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.

⁸⁹ 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*".

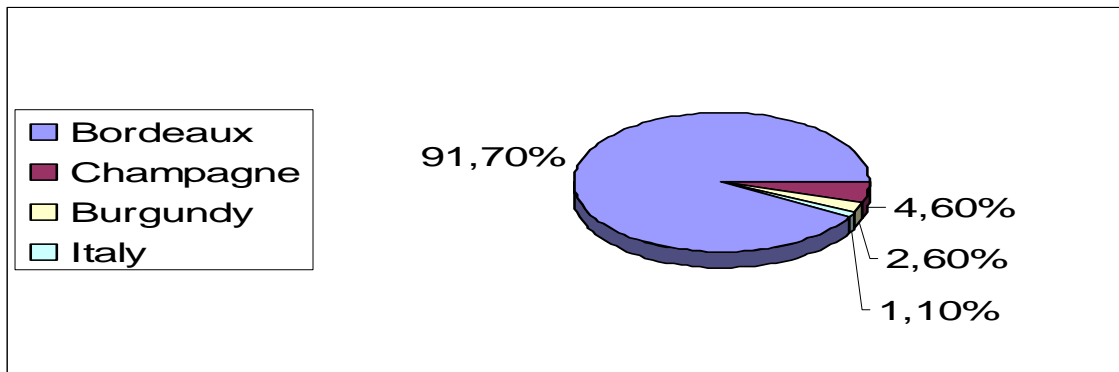
⁹⁰ Andrew Davidson, investment manager for the Vintage Wine Fund

⁹¹ 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*

⁹² Si tratta di una piattaforma elettronica per il commercio di vino da investimento lanciata nel luglio 2000.

⁹³ 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

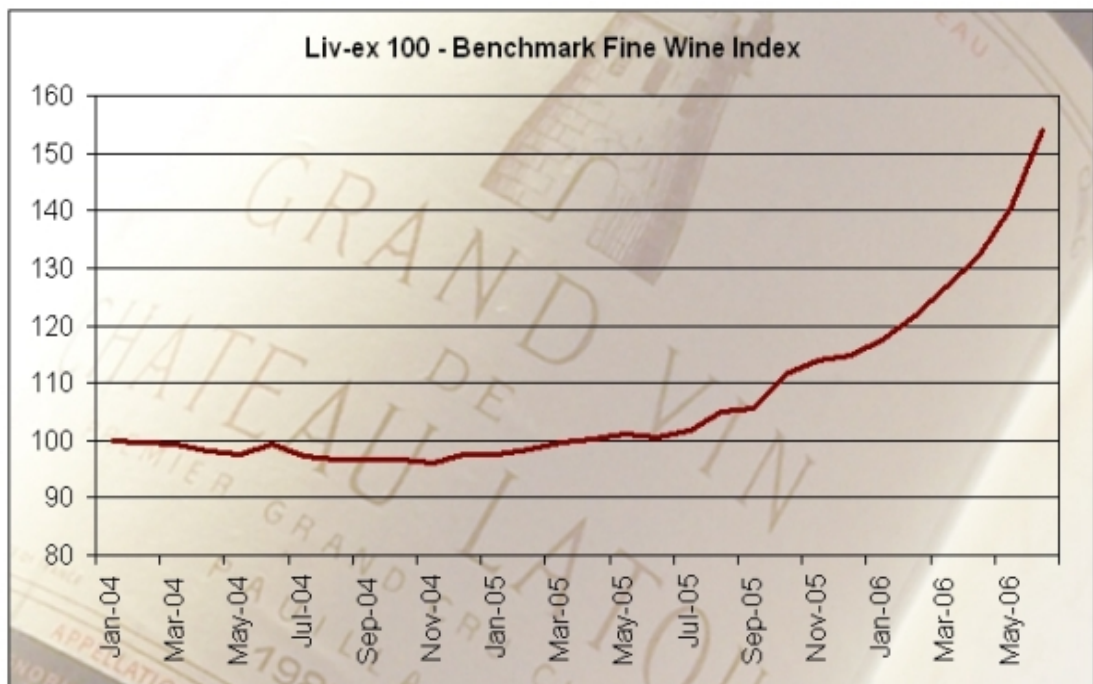
Figura 3.22 – Composizione percentuale del Liv-ex 100 a giugno 2006



Fonte: www.liv-ex.com

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



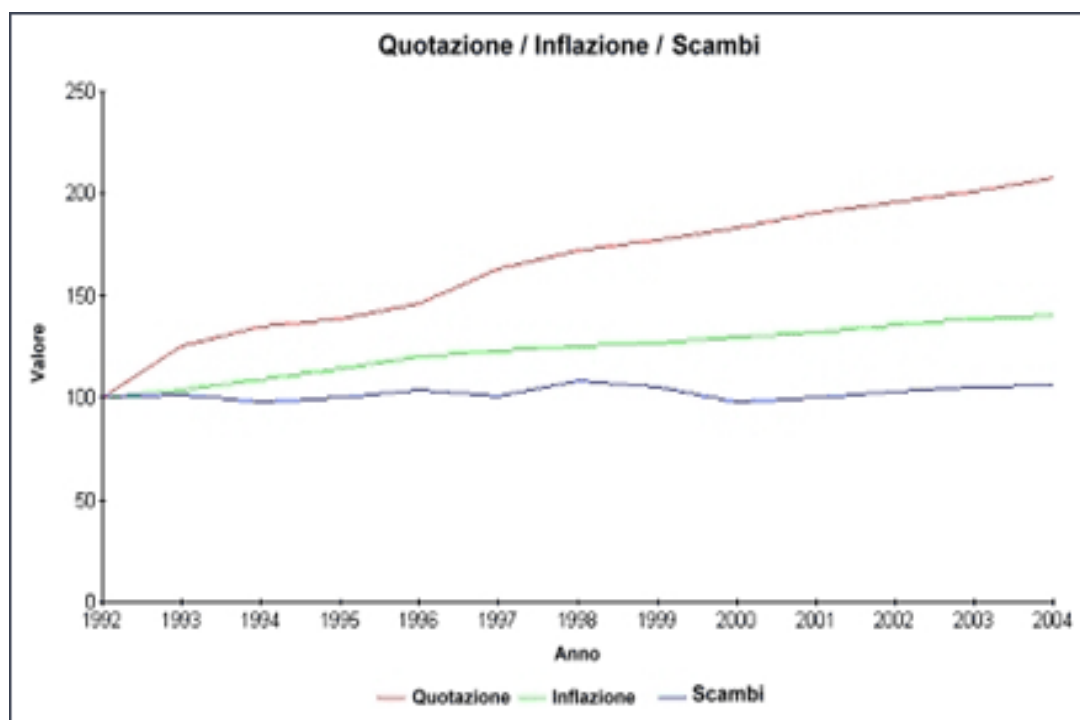
Fonte: www.liv-ex.com

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 dimensioni⁹⁴.

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

⁹⁴ Investment Diamond Centre di Londra, 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 esperti⁹⁵ nelle cosiddette “5 C”: Color (colore), Clarity (purezza), Cut (taglio), Carat (peso) e certificato⁹⁶.

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 internazionale⁹⁷ 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 carati⁹⁸ 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)⁹⁹. 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-Good¹⁰⁰.

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 gemmologi¹⁰¹ operano in maniera assolutamente neutrale essendo slegati dall'attività di compra-vendita, procedono ad una valutazione del diamante rispettando

⁹⁵ 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

⁹⁶ 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

⁹⁷ www.idb.it

⁹⁸ Ogni carato corrisponde a 0,200 grammi

⁹⁹ www.idb.it

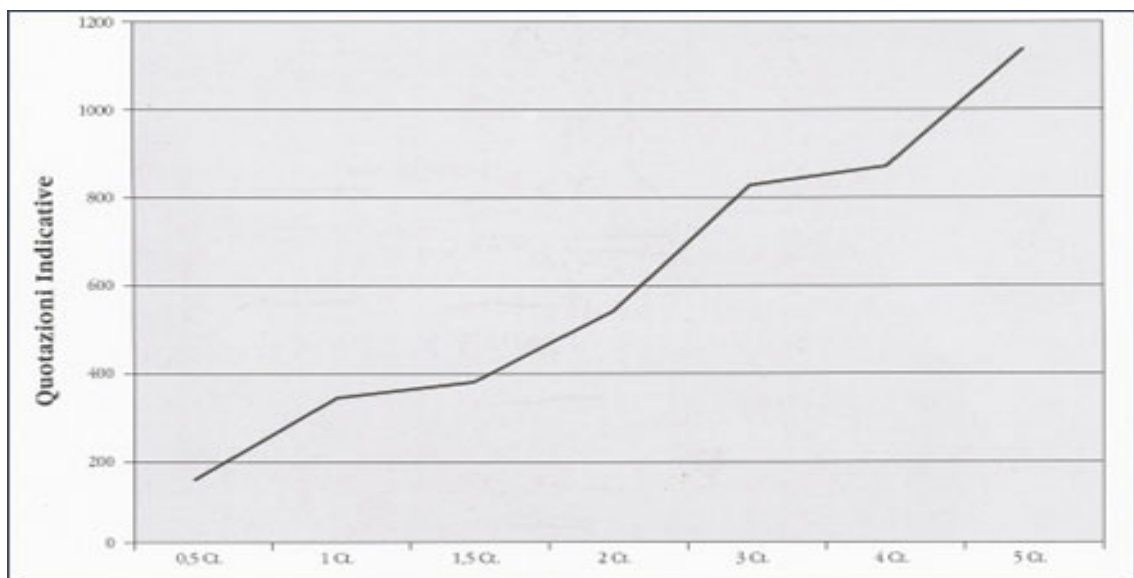
¹⁰⁰ www.idb.it

¹⁰¹ 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 class¹⁰²; 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

¹⁰² 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 smobilizzo¹⁰³.

3.6 – Vasaris: l'operatività e il punto di vista di un art advisory sul tema “opere d'arte con finalità di investimento”¹⁰⁴

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.

¹⁰³ Intervista di Claudio Giacobazzi, consigliere della Intermarket Diamond Business, per Unicredit www.uninewsunicredito.it

¹⁰⁴ 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 conservazione¹⁰⁵, 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'arte¹⁰⁶. 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

¹⁰⁵ 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.

¹⁰⁶ 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.

4. LA VALUE PROPOSITION NEL SEGMENTO DEL PRIVATE BANKING ITALIANO: I RISULTATI DI UN'INDAGINE

4.1 - Premessa

Nel processo di costruzione dei portafogli finanziari la modern portfolio theory richiede per ciascuna asset class investibile la stima dei relativi rendimenti e dei rischi attesi e il calcolo delle correlazioni fra le possibili coppie di attività finanziarie al fine di pervenire ad un *portafoglio efficiente* ovvero che consenta di ottenere il massimo rendimento possibile coerentemente con l'orizzonte temporale di investimento prescelto minimizzandone contemporaneamente il rischio. Lo scopo del presente capitolo è verificare se tale metodologia è seguita, e con quali modalità operative, dalle Private Banks italiane con riferimento alla costruzione di un portafoglio comprensivo anche degli asset fisici.

A tal fine è stato predisposto un apposito questionario, riportato in appendice al capitolo, che è stato inviato tramite posta agli intervistati¹⁰⁷ con preghiera di farlo ritornare debitamente compilato entro una prefissata scadenza, più volte prorogata¹⁰⁸.

Per consentirne una più rapida e facile compilazione nonché per poter elaborare e confrontare le risposte ottenute, la maggioranza delle 35 domande in cui si articola l'intervista sono state predisposte a risposta multipla, lasciando tuttavia sempre la possibilità di integrare o chiarire alcune dichiarazioni con libere spiegazioni o l'invio di apposita documentazione.

¹⁰⁷ Il campione di indagine è costituito da: Arca Banca; Banca Akros SpA; Banca Albertini Syz & C.; Banca Aletti; Banca del Gottardo Italia; Banca di Roma Capitalia Private Banking; Banca Ersel; Banca Esperia; Banca Etruria; Banca Euromobiliare; Banca Fideuram; Banca Finnat; Banca Generali Divisione Private; Banca Ifigest; Banca Intermobiliare BIM; Banca Intesa Private Banking; Banca Leonardo; Banca Lombarda; Banca Monte dei Paschi di Siena Private Banking; Banca Nazionale del Lavoro; Banca Popolare di Milano Private Banking; Banca Popolare di Vicenza; Banca Popolare Italiana; Banche Popolari Unite BPU; Banca Profilo; Banca Sella; Banca Svizzera Italiana BSI; Banco di Sicilia; Banque Pictet Italian Branch; BNP Paribas Italian Branch; Cassa di Risparmio di Genova CARIGE; Citibank Italia; Corporate Family Office CFO Sim; Credem; Credit Suisse Italia; Deutsche Bank Italia; Edmond De Rothschild; Européenne de Gestion Privée; Global Wealth Management; Investitori SGR; JPM Private Bank Italian Branch; Julius Baer Creval Private Banking Italian Branch; Kairos Partner SGR; Meespierson; Meliorbanca Asset Management; Merrill Lynch Italian Branch; Morgan Stanley Italian Branch; San Paolo Private Banking; Schroders; UBS Italia; Unicredit Private Banking; Zenit.

¹⁰⁸ La scadenza inizialmente stabilita era il 30 novembre 2005 prorogata fino al giugno 2006

La struttura del questionario può essere sostanzialmente scomposta in quattro principali batterie di domande, ognuna con specifiche finalità.

Le prime 10 domande, di carattere generale e prettamente di stampo cognitivo, mirano a verificare le soglie patrimoniali utilizzate dagli intervistati al fine di classificare la clientela facoltosa fra “Private”, “Wealth” e “Family Office” focalizzando contemporaneamente l’attenzione sulle modalità di raccolta di dati ed informazioni relative alla vita privata, pubblica, lavorativa ed economico-finanziaria dell’investitore nonché quali siano i canali di contatto utilizzati a tale scopo e il tempo investito nell’espletamento di questa fondamentale attività¹⁰⁹.

La domanda n. 11 rappresenta il bivio del questionario in quanto è espressamente richiesto se l’intervistato offre o meno consulenza in beni non finanziari. Rispondendo negativamente si è invitati a saltare direttamente all’ultimo quesito (n. 35) che richiede una motivazione a supporto di tale decisione, viceversa si procede con la seconda batteria di domande (dalla numero 12 alla 17). Queste ultime mirano a verificare da chi è assunta la decisione di investire in asset non finanziari (ovvero se direttamente dal cliente oppure su espresso consiglio del consulente), se è preventivamente stabilita una percentuale o un ammontare forfetario del patrimonio da destinarsi a tal fine e quali tipologie di beni fra quelli presentati in una apposita tabella l’intervistato è in grado di negoziare per i tre segmenti di clientela precedentemente individuati (“Private”, “Wealth” e “Family Office”). L’attività di consulenza relativa a ciascun asset non finanziario proposto è stata scomposta 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 per finire “*decisione di vendita*” al fine di verificare se l’espletamento di ognuna avvenga internamente (“in”) oppure in outsourcing (“out”). L’ultimo aspetto esaminato in questa batteria di domande è relativo al coinvolgimento emotivo del cliente nell’assumere la decisione di acquistare un bene fisico piuttosto che un valore mobiliare e pertanto è richiesto se vengano o meno presi in considerazione anche hobbies ed interessi.

La terza griglia di domande (dalla numero 18 alla 27) ha lo scopo di analizzare il procedimento adottato o ritenuto più corretto da utilizzare per la valutazione e il calcolo

¹⁰⁹ Si rimanda al capitolo 2

del rischio derivante dall'investimento in un bene non finanziario nell'intento di poter giungere alla quantificazione della volatilità attesa di un portafoglio costruito anche con la presenza di tali asset; in tal senso si approfondisce il tema delle correlazioni esistenti fra alcune tipologie di investimenti fisici e la dinamica del mercato dei cambi, l'andamento delle borse, le variazioni nell'entità dei tassi di interesse e più in generale delle tendenze della moda. L'indagine cerca inoltre di esplorare le modalità con le quali viene offerto ed implementato il servizio di monitoraggio delle dinamiche del trade off rischio-rendimento di un portafoglio così costruito. Con riferimento alla fase di vendita o smobilizzo dei beni fisici viene posta una specifica domanda per individuare da chi, fra cliente e consulente, è assunta tale decisione e sulla base di quali argomentazioni e motivazioni venga supportata.

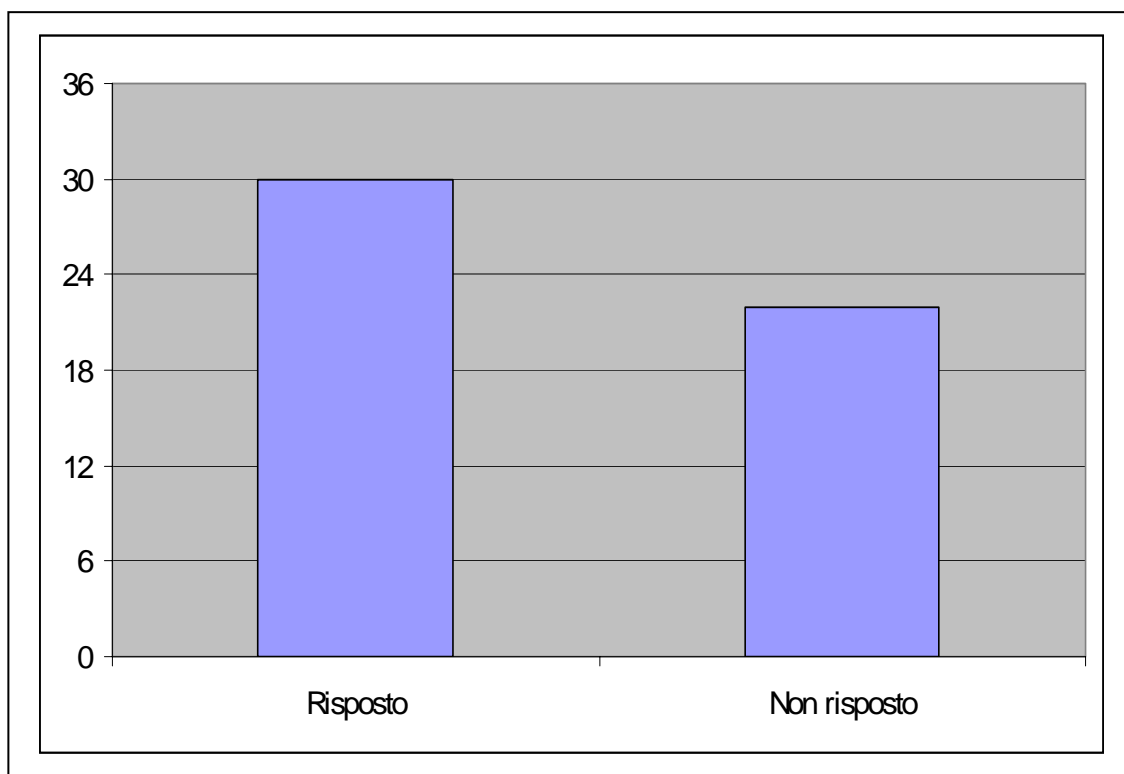
In considerazione dell'importanza che la trasparenza riveste nella relazione con i clienti, non poteva essere trascurato l'esame della fase di rendicontazione all'investitore sia in termini di tempistiche che di metodologie adottate per la valorizzazione degli asset non finanziari oltre che i canali di accesso a tali informazioni (internet, phone banking).

La quarta ed ultima batteria di domande (dalla numero 28 alla 34) si focalizza invece sui costi che il cliente Private è tenuto a sostenere nella fase di acquisto, monitoraggio/mantenimento e di vendita/smobilito degli asset fisici; ulteriore approfondimento è riservato all'eventuale decisione del cliente di acquistare privatamente, cioè senza intervento e coinvolgimento della propria Private Bank, un bene non finanziario. In questo caso si è voluto esaminare il comportamento tenuto dall'intervistato ed in particolare se e con quale modalità venga considerata e gestita la presenza di esperti esterni di fiducia del cliente. Infine si è chiesto di indicare quali ulteriori servizi aggiuntivi vengano offerti accanto alla normale attività di consulenza (locazione di cassette di sicurezza, stime e perizie, assistenza legale) e i criteri utilizzati dalla Banca Private per la selezione di eventuali collaboratori esterni.

4.2 – I risultati dell'indagine

Alcune delle 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. Questa situazione è ravvisabile esaminando la figura 4.1 dalla quale si evince che gli operatori che hanno risposto alla nostra richiesta di partecipazione all'indagine sono stati trenta.

Figura 4.1 – La numerosità delle risposte ottenute (totale campione = 52)



Fonte: Nostra elaborazione dati questionario

Soltanto tre Private Banks (CARIGE, Edmond De Rothschild ed Euopéenne de Gestion Privée) hanno proceduto alla compilazione del questionario e al successivo rinvio a mezzo fax o posta mentre i restanti 25, attraverso canali alternativi¹¹⁰, si sono limitati ad indicare la numerosità dei punti Private dislocati sul territorio italiano, il numero di clienti seguiti da ciascun consulente, le soglie di accesso al segmento Private e una

¹¹⁰ Principalmente e-mail e telefono

motivazione alla non risposta alle domande presentate attraverso il questionario così come rappresentato nella successiva tabella 1.

Tabella 1 – Le risposte ottenute senza la compilazione del questionario

<i>Istituto</i>	<i>N° punti Private In Italia</i>	<i>N° di clienti Private per ciascun consulente</i>	<i>Soglia di accesso al segmento Private</i>	<i>Motivazione alla non compilazione del questionario</i>
Banca Aletti	20	70	1.000.000 €	Non intende partecipare alla ricerca. Questionario con falsariga troppo scientifica
Banca Lombarda	4	50	1.000.000 €	--
Banca ERSEL	3	80	500.000 €	--
Banca Esperia	10	35	<i>N.D.</i>	--
Banca Euromobiliare	21	50	500.000 €	Non si occupano di consulenza su beni fisici
Banca Fideuram	93	5	<i>N.D.</i>	Non intende partecipare alla ricerca
Banca Generali	25	190	200.000 €	--
Banca Leonardo	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	Impossibilità a rispondere
Banca MPS Private	60	110	500.000 €	--
Banca Popolare di Milano	13	120	500.000 €	--
Banca Sella	28	80	500.000 €	--
BIM	27	50	<i>N.D.</i>	--
BNL	18	64	1.000.000 €	--
BPU	76	120	500.000 €	--

Capitalia: - Banca di Roma - Banco di Sicilia	<i>N.D.</i> <i>N.D.</i>	52 75	750.000 € 750.000 €	Non si occupano di consulenza su beni fisici
Citigroup Italia	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	Non è interessata a partecipare all'indagine
Credit Suisse Italia	12	67	500.000 €	--
Deutsche Bank Italia	6	30	2.000.000 €	Non abbiamo personale in grado di rispondere al questionario
Finnat	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	Non interessati a partecipare all'indagine
Intesa Private banking	63	60	1.000.000 €	Non siamo in grado di offrire dati ed informazioni in quanto l'ambito di indagine è ancora in fase di studio
Investitori SGR	1	30	1.000.000 €	--
Kairos	3	70	1.000.000 €	--
SanPaolo Private	137	80	1.000.000 €	--
Schroders	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	Non possiamo rispondere
UBS Italia	9	<i>N.D.</i>	<i>N.D.</i>	Non si occupano di consulenza su beni fisici
Unicredit Private Banking	158	60	500.000 €	--

Fonte: Nostra elaborazione

Fra le motivazioni riportate nell'ultima colonna della tabella 1 lascia molto perplessi che la "falsariga troppo scientifica" sia un ostacolo alla compilazione del questionario così come risulta poco credibile la "mancanza di personale in grado di rispondere" e la generica "impossibilità a rispondere"; tali argomentazioni a nostro avviso sono finalizzate a giustificare molto più semplicemente la mancanza di offerta consulenziale

nel campo dei beni non finanziari oppure l'erogazione di un servizio con modalità differenti da quanto prospettato attraverso le domande del questionario.

Le risposte invece fornite da CARIGE, Edmond De Rothschild ed Euopéenne de Gestion Privée attraverso la compilazione del questionario costituiranno l'ossatura della nostra successiva elaborazione e la tabella 2 riassume le soglie patrimoniali adottate nella segmentazione della clientela facoltosa.

Tabella 2 – Segmentazione della clientela e soglie patrimoniali – dati in euro (domanda 1)

<i>Istituto</i>	<i>Cliente Private</i>	<i>Cliente Wealth</i>	<i>Family Office</i>
Euopéenne de Gestion Privée	da 150.000	-----	-----
CARIGE	Da 500.000 a 3mln	Da 3 mln a 10 mln	Oltre i 10 mln
Edmond de Rothschild	Da 500.000 a 3 mln	Da 3 mln a 5 mln	Oltre i 5 mln

Fonte: Nostra elaborazione dati questionario

Dalla lettura integrata della tabella 1 e 2 si nota che solo CARIGE ed Edmond de Rothschild effettuano una triplice ripartizione distinguendo fra clienti “Private”, “Wealth” e “Family Office” mentre tutti gli altri si limitano nell’ambito della nostra indagine ad identificare genericamente la categoria “Private”. Relativamente alle soglie minime di accesso a quest’ultimo segmento si evidenzia che per la maggior parte degli interpellati la ricchezza minima disponibile deve essere almeno pari a 500.000,00 euro (28,6% degli interpellati) e 1 milione di euro (25%) ma si notano anche livelli molto più contenuti quali 200.000,00 euro di Banca Generali e 150.000,00 euro di Euopéenne de Gestion Privée che denotano un orientamento verso una clientela definibile più correttamente *upper-affluent*.

La non omogeneità di segmentazione si evidenzia anche fra CARIGE ed Edmond de Rothschild per i quali si può osservare che la perfetta convergenza ed omogeneità riscontrabile sul segmento Private non si ritrova nell’identificazione dei clienti Wealth e

di Family Office con una differenza di ben 5 milioni di euro fra le relative soglie di accesso a riprova che i confini di demarcazione del settore Private sono quanto meno soggettivi creando difficoltà oggettive di confronto fra le scelte strategiche effettuate dagli operatori sia in termini di servizi sia di prodotti offerti sul mercato. Inoltre nella definizione delle soglie patrimoniali indicate nella tabella 1 e 2 la maggioranza assoluta degli operatori comprende la sola ricchezza finanziaria disponibile ed investibile del cliente; Edmond de Rothschild considera invece tanto il patrimonio finanziario quanto tutto ciò che risulta di proprietà del cliente e che può essere suscettibile di valutazione economica¹¹¹ mentre CARIGE ed Européenne de Gestion Privée oltre il patrimonio finanziario danno rilevanza al solo investimento immobiliare.

Una prima riflessione è opportuna per cercare di comprendere perchè molti operatori non hanno risposto al questionario, se non parzialmente e vagamente, se esiste una giustificazione plausibile alla considerazione della sola ricchezza finanziaria nella definizione delle soglie di accesso al segmento Private e, da ultimo, per quali ragioni non sia offerta una consulenza specifica sugli asset fisici ai fini di investimento.

Relativamente alla mancata compilazione del questionario ha pesato molto, come già accennato all'inizio del paragrafo, la necessità di garantire e rispettare la privacy tipizzante gli operatori del settore Private. Con riferimento invece agli altri quesiti le cause sono principalmente da ricercare nella struttura del mercato Private domestico.

Infatti nel 2006 in Italia si stima in 712.000 il numero delle famiglie ascrivibili al segmento Private (registrando un incremento del 2,9% rispetto al 2005) la maggior parte delle quali residenti in Lombardia e nel Lazio, alimentando un mercato complessivo di circa 820 miliardi di euro (+4,3% rispetto all'anno precedente). La segmentazione per fascia patrimoniale riportata nella successiva figura 4.2 evidenzia che la maggior concentrazione di famiglie 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 UHNWIs¹¹².

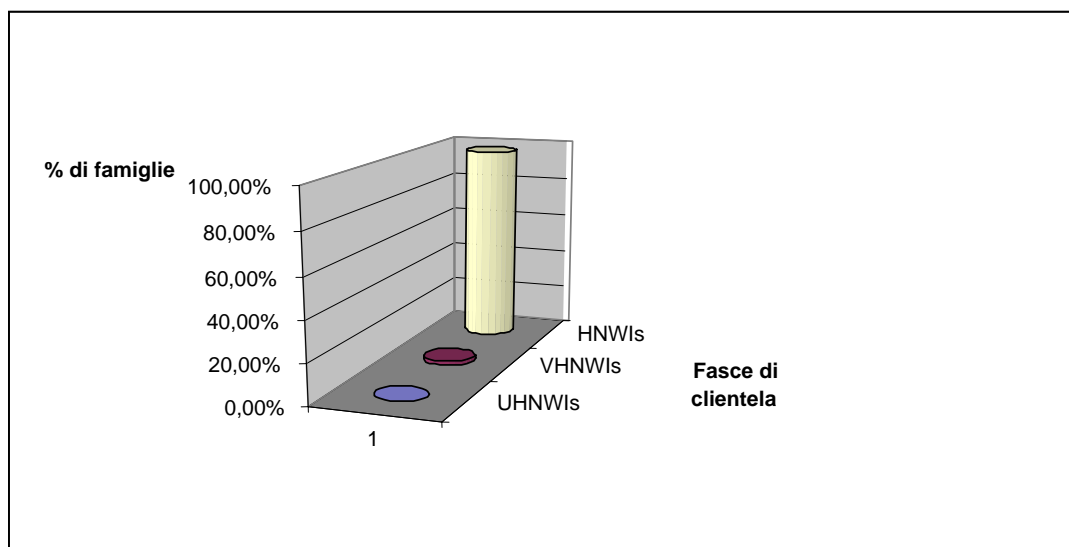
I dati della figura 4.2 giustificano quindi i limiti patrimoniali stabiliti dagli operatori nelle precedenti tabelle 1 e 2; essendo la quasi totalità dei clienti Private concentrati

¹¹¹ Si veda la domanda n. 3 del questionario riportato in appendice al capitolo

¹¹² AIPB, PWC Advisor, "Secondo Forum internazionale del Private Banking – La specificità delle strategie e del modello evolutivo", Milano, 20 settembre 2006

nella fascia di ricchezza compresa fra i 500.000,00 e i 5 milioni di euro è naturale che le Private Banks stabiliscano soglie di accesso tali da attirare e “catturare” la maggior parte della clientela potenziale.

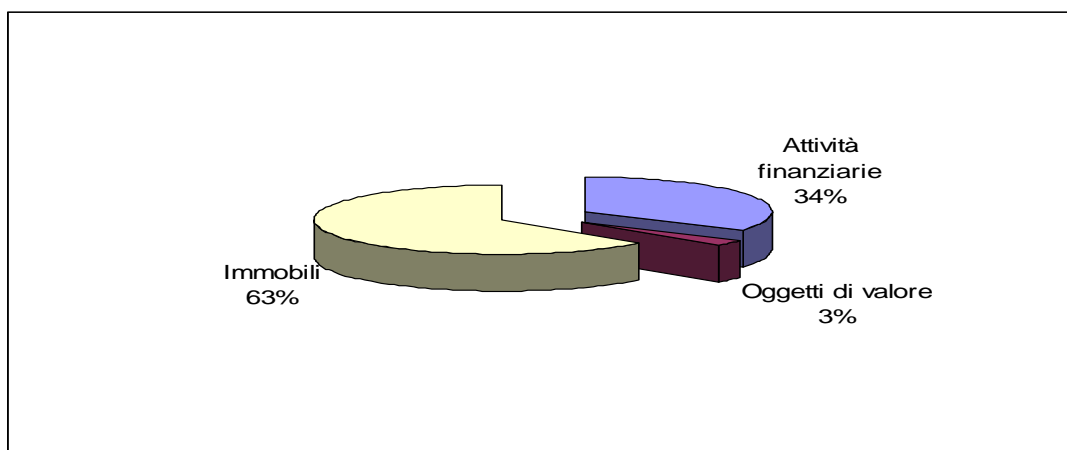
Figura 4.2 – Suddivisione della numerosità delle famiglie italiane ascrivibili al segmento Private Banking per fasce patrimoniali



Fonte: Nostra elaborazione su dati AIPB-PWC Advisor

Il fatto di trascurare i beni fisici nella definizione delle soglie di accesso al segmento Private, limitandosi quindi principalmente alla componente finanziaria trova giustificazione nella composizione della ricchezza delle famiglie Private italiane riportata nella figura 4.3.

Figura 4.3 – Asset mix della ricchezza delle famiglie italiane (anno 2004)



Fonte: Nostra elaborazione su dati “Indagine dei Bilanci delle famiglie italiane nel 2004”, Banca d’Italia, gennaio 2006

Dalla figura 4.3 si evince la predominanza degli immobili rispetto a qualsiasi altra forma di investimento; tuttavia tale componente particolarmente rilevante¹¹³ è stata determinata principalmente dall’acquisto nel corso degli ultimi anni di case con finalità residenziale diretta e non per fini di investimento mentre rimane particolarmente esigua la quota parte di ricchezza destinata agli oggetti di valore. Pertanto la carenza di domanda giustifica la mancata offerta di un servizio specializzato e specifico nel campo dei beni non finanziari e spinge nel contempo gli operatori che stanno approcciando tale ambito con finalità di investimento e diversificazione dei portafogli dei loro clienti a mantenere una giustificata riservatezza al fine di non perdere eventuali vantaggi competitivi sul mercato di riferimento.

Peraltro non si evidenzia una volontà propulsiva degli operatori Private a generare una domanda di consulenza sugli asset fisici. Servizi quali l’Art Advisory o il Real Estate Advisory offrono sicuramente un notevole valore aggiunto all’investitore ma il cliente Private italiano non li avverte come un reale bisogno o esigenza¹¹⁴ 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

¹¹³ Confrontando i dati riportati nell’ “Indagine dei Bilanci delle famiglie italiane” eseguita da Banca d’Italia il marzo 2004 e il gennaio 2006 si osserva che la componente immobiliare si è incrementata del 26%

¹¹⁴ 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

proposti anche dalle Private Banks in considerazione dei ritorni economici immediati che ne ricavano.

Dalle risposte fornite alla domanda n. 4 del questionario si evince che sia Edmond de Rothschild sia Européenne de Gestion Privée hanno predisposto un apposito formulario finalizzato alla raccolta di dati anagrafici e di informazioni sulle esperienze passate d'investimento, sulla composizione attuale del portafoglio e sulle esigenze dei loro clienti facoltosi mentre Carige non si pronuncia su tale aspetto.

La figura 4.4 illustra quali siano i canali di contatto utilizzati nella relazione con i diversi segmenti di clientela e se sia preventivamente identificato un numero ottimale di clienti per ciascun consulente¹¹⁵. Quest'ultima informazione risulta particolarmente interessante in quanto dovrebbe esistere una relazione inversa fra la numerosità di clientela per private banker e la dimensione patrimoniale da gestire in considerazione del maggiore investimento di tempo richiesto a tal fine.

I dati riportati nella figura 4.4 confermano questa tendenza evidenziando che il numero massimo ritenuto ottimale è di 5 clienti appartenenti al segmento Wealth o Family Office per ogni consulente. Esaminando invece la tabella 1 la stessa informazione trova risposte molto più eterogenee e divergenti con addirittura Banca Popolare di Milano e Banca Generali che indicano una numerosità di clientela per ciascun consulente Private rispettivamente pari a 120 e 190, dimensioni certamente più adatte e necessarie ad un Promotore Finanziario dedito al mercato *affluent* che non al segmento Private.

¹¹⁵ Elaborazione delle risposte fornite alle domande dalla numero 5 alla 10 del questionario

Figura 4.4 – Canali di contatto della clientela per segmento e numerosità ottimale di clienti pro-capite (domande dalla n. 5 alla n. 10)

CLIENTELA PRIVATE			
	<i>Européenne de Gestion Privée</i>	<i>CARIGE</i>	<i>Edmond de Rothschild</i>
<i>Canale di contatto</i>	Promotori finanziari sia con contratto di agenzia che di dipendenza	Dipendenti di sportello	Private Bankers
<i>Numerosità ottimale clientela</i>	Min. 10 Max 35	Min. 50 Max 80	Min. 0 Max 30
CLIENTELA WEALTH			
	<i>Européenne de Gestion Privée</i>	<i>CARIGE</i>	<i>Edmond de Rothschild</i>
<i>Canale di contatto</i>	-----	Dipendenti di sportello	Private Bankers
<i>Numerosità ottimale clientela</i>	-----	-----	Min. 0 Max 5
CLIENTELA FAMILY OFFICE			
	<i>Européenne de Gestion Privée</i>	<i>CARIGE</i>	<i>Edmond de Rothschild</i>
<i>Canale di contatto</i>	-----	Dipendenti di sportello	Private Bankers
<i>Numerosità ottimale clientela</i>	-----	-----	Min. 0 Max 3/5

Fonte: Nostra elaborazione dati questionario

Esaminando le risposte fornite alla domanda n. 11 (“Ai Vostri clienti, Private, Wealth e/o di Family Office viene offerta una consulenza su beni non finanziari per finalità di investimento?”) si evince che solo Edmond De Roschild dichiara di svolgere consulenza in tale segmento; infatti sia CARIGE che Européenne de Gestion Privée, pur ritenendo molto interessante l’ambito non finanziario, hanno preferito focalizzarsi principalmente sulla consulenza in asset finanziari rimandando ad un futuro l’approfondimento del tema e quindi la relativa offerta alla propria clientela¹¹⁶.

¹¹⁶ Lettura integrata delle risposte fornite alla domanda n. 11 e alla n. 35 del questionario che confermano la mancanza di una reale domanda giustificante la nascita di una vera consulenza sugli asset fisici.

Secondo quanto dichiarato da Edmond De Rothschild la decisione di prendere in considerazione asset fisici con finalità di investimento e quella relativa alla definizione dell'ammontare di patrimonio da destinarsi a tale scopo sono assunte direttamente dal cliente¹¹⁷. In considerazione del fatto che la domanda di investimento non finanziario potrebbe in teoria riguardare qualsiasi tipologia di bene, non vengono espressamente indicati gli asset fisici che l'istituto è in grado di negoziare per conto della propria clientela¹¹⁸; tuttavia dalla risposta fornita al quesito n. 15 (“Indicare quali fra le seguenti fasi del “processo gestorio” di ciascuna categoria di beni non finanziari sono svolte in outsourcing piuttosto che internamente”) si evince che principalmente l’offerta non finanziaria di Edmond De Rothschild è composta da investimenti in oro, auto d’epoca, imbarcazioni, quadri d’autore, aeromobili ed immobili come rappresentato nella successiva figura 4.5.

Figura 4.5 – Assunzioni di decisioni in tema di beni non finanziari (domanda n. 15)

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 dati questionario

Ogni decisione relativa all’investimento in beni non finanziari è vagliata attraverso una sinergia fra un ufficio interno ed esperti esterni ad eccezione della decisione di acquisto che, come già accennato, scaturisce direttamente dal cliente sulla base dei suoi interessi

¹¹⁷ Risposta fornite alle domande n. 12 e 13 del questionario

¹¹⁸ Risposta alla domanda n. 14 del questionario

e dei propri hobbies¹¹⁹. Sempre dalla figura 4.5 si evince che per tutti i beni d'interesse la fase di perizia e stima è svolta in outsourcing con ricorso ad esperti, tranne che per l'investimento in oro in quanto la trasparenza del relativo mercato facilita gli operatori Private nello svolgimento di tale compito¹²⁰.

Una delle maggiori difficoltà riscontrata nella definizione dei portafogli efficienti è relativa alla stima della rischiosità attesa di ciascuna asset class inclusa nel processo di costruzione al fine di giungere, considerando nel contempo le correlazioni esistenti fra coppie di asset investibili, al calcolo della rischiosità complessiva di portafoglio¹²¹. Tali calcoli, non certo agevoli, presuppongono l'esistenza di una serie storica di rilevazioni di rendimento per ciascuna asset class sulle quali poter operare con opportune formule matematiche per giungere al risultato ricercato. Questo tipo di percorso logico-matematico sarebbe da replicarsi anche con riferimento ai beni non finanziari per i quali tuttavia non sono sempre disponibili informazioni storiche di performance a causa della mancanza per alcuni di essi di un mercato oggettivo di riferimento¹²².

Tuttavia la determinazione del livello di rischio complessivo di un portafoglio composto sia da attività finanziarie sia da asset fisici non può prescindere dal calcolo del rischio di questi ultimi e pertanto la domanda n. 18 mira a verificare quali approcci metodologici sono utilizzati a tale scopo lasciando la possibilità di una risposta libera supportata eventualmente da documentazione specifica.

La difficoltà oggettiva di procedere ad un'argomentazione generalizzata ha portato Edmond de Rothschild a rispondere sottolineando due condizioni, non sempre

¹¹⁹ Risultati ottenuti dalle risposte fornite alla domanda n. 16 e n. 17; con riferimento agli hobbies del cliente, Edmond de Rothschild dichiara di tenerne in considerazione ma non rivestono un ruolo essenziale nell'assunzione delle decisioni finali.

¹²⁰ Si veda il capitolo 3.

¹²¹ Il calcolo del rischio complessivo di un portafoglio composto da due asset class è fattibile applicando la seguente formula matematica

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2 w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}}$$

dove

σ_p = rischio complessivo di portafoglio;

w_1 = peso della prima asset class all'interno del portafoglio;

w_2 = peso della seconda asset class all'interno del portafoglio;

σ_1^2 = varianza della prima asset class;

σ_2^2 = varianza della seconda asset class;

$2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}$ = doppio prodotto dei prodotti dei relativi pesi per i relativi rischi delle due asset class considerate e il coefficiente di correlazione fra le medesime.

¹²² Si rimanda per una maggiore trattazione al capitolo 3 del presente lavoro

riscontrabili, che possono certamente influenzare il livello di rischio dei beni non finanziari ovvero la necessità di rivolgersi ad un mercato il più possibile trasparente da cui deriva l'importanza della liquidabilità dell'investimento.

Rimanendo nell'ambito del calcolo matematico del rischio di un portafoglio incorporante anche beni fisici con la domanda n. 19, i cui esiti sono riassunti nella successiva figura 4.6, si è chiesto di indicare quale tipologia di correlazione (positiva, negativa o nulla) sia identificabile fra alcuni asset non finanziari trattati e alcuni fattori esogeni quali la dinamica del mercato dei cambi, del mercato borsistico, dei tassi di interesse e il "fattore moda".

Figura 4.6 – Correlazioni esistenti fra beni non finanziari e alcuni fattori esogeni secondo Edmond de Rothschild (domanda n. 19)

Tipologia di bene non finanziario	Dinamica del mercato dei cambi	Dinamica del mercato borsistico	Dinamica del tasso di interesse	Il "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 dati questionario

Come per gli investimenti finanziari anche per gli asset fisici è necessaria un'attività di monitoraggio delle dinamiche dei relativi valori da eseguirsi in maniera pianificata che in Edmond de Rothschild ha cadenza almeno trimestrale tenendo in debita considerazione le variazioni intervenute nel relativo mercato di riferimento e di

conseguenza le opportunità-necessità di smobilizzo o di realizzo¹²³. Con riferimento a quest'ultimo punto è il private banker a suggerire il momento ritenuto più opportuno per dismettere l'investimento fisico¹²⁴ concordando e stabilendo a priori col cliente il raggiungimento di obiettivi di rendimento ben precisi tenuto conto della tendenza e della dimensione del mercato di riferimento¹²⁵.

Relativamente all'ambito dei costi che il cliente è tenuto a sostenere a fronte dell'investimento in beni non finanziari non sono previste commissioni né di acquisto né di vendita/smobilizzo mentre sono richieste commissioni di mantenimento a seconda della tipologia di bene¹²⁶; sempre sulla base di quanto dichiarato da Edmond de Rothschild¹²⁷ il patrimonio non finanziario non è rappresentato né nella rendicontazione periodica al cliente, che avviene con cadenza almeno mensile, né accedendo a tali informazioni attraverso canali remoti. Questo tipo di comportamento può giustificarsi con l'esigenza di contenimento dei costi in quanto, sulla base di quanto già indicato nella figura 4.5, sarebbe necessario l'intervento di un esperto esterno per ottenere una stima o perizia ogni mese e in generale ogni volta in cui vi fosse una rappresentazione complessiva del patrimonio del cliente.

La risposta fornita alla domanda n. 29¹²⁸ sottolinea che Edmond de Rothschild non considera e pertanto non si preoccupa di monitorare le dinamiche dei valori di beni che siano stati acquistati privatamente dal cliente. Sono invece previsti e quindi offerti numerosi servizi accessori quali la locazione delle cassette di sicurezza, l'organizzazione e la partecipazione a mostre, aste ed eventi mondani, supporto nell'attività peritale, assistenza legale, fiscale e su operazioni straordinarie.

Molto spesso un cliente Private al fine di appagare il proprio gusto o per condividere con amici e parenti un'opera d'arte è spinto a trattenerla presso la propria residenza esponendola di fatto al rischio di furti o danneggiamenti. In questa situazione Edmond

¹²³ Risposta al quesito n. 21 del questionario

¹²⁴ Risposta fornita alla domanda n. 22 del questionario

¹²⁵ Risposta alla domanda n. 23.

¹²⁶ Risposta alla domanda n. 28; non sono forniti ulteriori dettagli né in termini quantitativi né applicativi (se *una-tantum* piuttosto che percentualmente)

¹²⁷ Risposte dalla domanda n. 24 e n. 25

¹²⁸ "L'eventuale investimento e/o disinvestimento autonomamente deciso da un Vostro cliente, senza cioè che il cliente passi attraverso la Vostra struttura, è considerato nella rappresentazione patrimoniale del medesimo?"

de Rothschild non propone direttamente e pertanto non incentiva la stipula di adeguate coperture assicurative lasciando al possessore la decisione di attivazione¹²⁹.

Non sono state fornite indicazioni circa i criteri con i quali Edmond de Rothschild seleziona eventuali collaboratori esterni competenti nei diversi segmenti degli asset non finanziari¹³⁰ mentre è interessante notare che un esperto conosciuto ed apprezzato personalmente dal cliente è attivamente coinvolto dalla struttura in maniera formale nell'assunzione delle decisioni¹³¹.

4.3 – Commenti ai risultati dell'indagine empirica

La ricerca condotta aveva lo scopo di verificare se le Private Banks italiane utilizzassero nell'erogazione del servizio di consulenza nell'ambito dei beni non finanziari un approccio scientifico e i risultati conseguiti dimostrano che nel mercato italiano tale tendenza è ancora in una fase embrionale.

Gli intervistati che non hanno risposto alle domande del questionario proposto (cfr. tabella 1) sono comunque in grado di offrire ai loro clienti facoltosi, desiderosi di effettuare investimenti alternativi, la collaborazione e il supporto di esperti principalmente esterni senza tuttavia seguire le rigide regole scientifiche della *modern portfolio theory* in tema di calcolo del rischio complessivo di portafoglio e di rendimento atteso.

Da questo comportamento si può dedurre che gli operatori Private italiani si stanno sforzando per offrire un servizio consulenziale al cliente che travalichi i confini dell'offerta finanziaria tradizionale ma la modalità di erogazione non è ancora ben definita e inadeguata se vista alla luce delle regole della *modern portfolio theory*.

Infatti l'inserimento di asset fisici all'interno di un portafoglio finanziario diversificato aiuta a migliorarne l'efficienza obiettivo che negli ultimi anni è stato progressivamente compromesso dalle correlazioni positive che si sono venute a generare fra le asset class

¹²⁹ Risposta fornita alla domanda n. 32 del questionario

¹³⁰ Risposta alla domanda n. 33 del questionario

¹³¹ Risposte fornite alle domande dalla n. 30 alla n. 34.

finanziarie¹³². Il recupero dell'efficienza di portafoglio, come dimostrato nel capitolo 3, è invece possibile procedendo all'investimento in beni quali l'oro, i diamanti, le opere d'arte, gli immobili o il vino il cui peso relativo all'interno di un patrimonio non può essere casuale o semplicemente ed esclusivamente dettato da una richiesta del cliente. Nel mercato italiano dei Private Bankers sembrerebbe invece che l'offerta sia esclusivamente condizionata e sostenuta da logiche di "buy" un comportamento che potrebbe essere riassunto dall'espressione *"non importa che cosa il cliente chiede e per quale importo, l'importante è soddisfarlo!"*. Questo atteggiamento tuttavia non può essere pienamente ascrivibile alla consulenza oggettiva così come 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 essere integrata con il coinvolgimento emotivo dell'investitore; infatti un'opera d'arte, un lingotto d'oro oppure un diamante a differenza delle asset class tradizionali sono ammirabili, contemplabili e coinvolgenti i sensi dell'investitore e pertanto il ruolo complesso del Private Banker sarà mediare l'esigenza di un approccio scientifico alla costruzione di un portafoglio efficiente con le richieste estetiche e di interesse del cliente.

Un aspetto criticabile riscontrato dalle risposte di Edmond de Rothschild è quello riguardante l'esclusione dall'attività consulenziale degli investimenti, siano essi finanziari o alternativi, effettuati privatamente dal cliente. Tale decisione si scontra apertamente con la logica di visione globale ed unitaria della ricchezza in un'ottica di wealth management e nel contempo trascura di esaminare alcuni importanti elementi fra i quali la considerazione che l'investimento notoriamente copioso in tali beni potrebbe essere frutto di una decisione istintiva dettata puramente da un desiderio estetico o di

¹³² Fino alla metà degli anni '90 era possibile ottenere un abbattimento del rischio di portafoglio distribuendo opportunamente gli investimenti fra obbligazioni ed azioni; al medesimo risultato si poteva giungere attraverso un'analoga diversificazione fra aree geografiche. Ciò era possibile in quanto le correlazioni fra le diverse asset class, così come pure fra i Paesi, erano negative.

Da qualche anno a questa parte il processo di progressiva globalizzazione ha invece portato a far registrare delle correlazione positive sia fra le asset class sia fra le diverse regioni del mondo motivo per cui oggi non si può più essere ragionevolmente certi di aver ottenuto un beneficio di diversificazione utilizzando solo tali classi di investimento. Questa consapevolezza ha spinto gli operatori del risparmio gestito a creare OICR settoriali e talvolta di nicchia al fine di poter ricreare delle correlazioni negative o quanto meno tendenti allo zero al fine di recuperare l'efficienza di portafoglio.

possesso e quindi senza nessuna giustificazione di carattere economico/finanziario. In una simile situazione in considerazione della non immediata liquidabilità di tale particolare forma di investimento risulterebbe particolarmente utile l'intervento di una Private Bank in grado di poter gestire eventuali variazioni dei gusti del cliente nel corso del tempo aiutandolo nel contempo a pianificare ed affrontarne i costi di manutenzione, stoccaggio, assicurativi che i beni fisici richiedono al fine di non perdere il loro valore originario.

Per le implicazioni che tali beni possono avere sia nella costruzione di portafogli più efficienti sia in termini di maggiori gratificazioni personali per la clientela è auspicabile che in un prossimo futuro gli operatori italiani siano in grado di affrontare in modo coerentemente scientifico 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 cogliendo di conseguenza anche le potenzialità reddituali che potrebbero derivarne in termini di bilancio.

Relativamente a quest'ultimo aspetto le realtà operanti nel private banking italiano sono consapevoli che il prodotto di per sé è diventato una commodity utilizzabile per soddisfare le esigenze di una clientela retail mentre il cliente private ricerca un servizio¹³³; ciononostante l'offerta anche per la clientela più facoltosa è rappresentata principalmente da prodotti di risparmio gestito confezionati all'interno di servizi di gestione più o meno sofisticati e complessi tali comunque da assicurare un ritorno economico certo alla Private Bank. Il problema di tale approccio affonda le radici nella tipologia di prodotto offerto; infatti, indipendentemente dal contenitore, tutti gli OICR¹³⁴ sono gestiti da soggetti che sono distanti dal cliente e che pertanto assumono delle decisioni di investimento asettiche senza consultazione e coinvolgimento dell'investitore finale. La critica fondamentale può dunque essere mossa alla “gestione in monte” tipica di ogni prodotto così costruito che non lascia spazio a desideri, obiettivi, tempistiche e problematiche o coinvolgimenti del cliente. Al fine quindi di offrire un vero servizio Private risulta necessario coinvolgere attivamente il cliente nella fase di costruzione e

¹³³ Barone Mario, “*Ma esiste il prodotto private?*”, tavola rotonda organizzata da AIPB su prodotti e servizi del private banking, BancaFinanza, settembre 2006, pag. 48ss

¹³⁴ OICR è l'acronimo di Organismi di investimento collettivo del risparmio intendendo l'insieme di Fondi Comuni di Investimento e SICAV

manutenzione del portafoglio ma soprattutto utilizzare consulenti esperti su aspetti non tipicamente finanziari dove il livello di personalizzazione e di coinvolgimento anche emotivo dell'investitore può essere elevato¹³⁵.

¹³⁵ Morris Gregory, "*Breadth of Service Emerges as key to Wealth Management*", in *Wealth Management Abstract*, anno 2006

4.4 – Appendice: il questionario utilizzato per l'indagine empirica

La valutazione dei beni non finanziari e le modalità di presentazione delle performance

Gentilissimo/i,

innanzitutto grazie per la Vostra disponibilità a rispondere al presente questionario che ha come focus i beni non finanziari utilizzati per fine di investimento.

L'intenzione è quello di capire gli approcci metodologici e gestori utilizzati dai principali Private Banker o Wealth Manager (che per comodità espositiva e per uniformità di terminologia, all'interno del questionario saranno indicati con l'espressione "la Vostra struttura") in ambito di consulenza offerta su beni non finanziari ai propri clienti cosiddetti Private, Wealth e di Family Office.

Alcune delle domande riportate prevedono anche più risposte ed è comunque sempre possibile fornire proprie osservazioni o commenti che risulteranno particolarmente preziosi; si prega di porre molta attenzione ad eventuali salti di domande che alcune risposte possono contemplare.

Il questionario parte con alcune domande generiche volte a capire le modalità di definizione e di segmentazione della clientela Private, Wealth e di Family Office (domande dalla 1 alla 3), la modalità di raccolta dati della clientela (domanda 4) e i canali di contatto con la medesima (domande dalla 5 alla 10). La domanda 11 è il bivio del questionario in quanto chiede espressamente se viene o meno offerta una consulenza in beni non finanziari. La risposta positiva consente la prosecuzione del questionario mentre la risposta negativa porta direttamente alla domanda 35 che semplicemente chiede di giustificare il motivo di tale decisione.

Le domande dalla 6 alla 13 riguardano le decisioni di investimento in beni non finanziari e la successiva domanda 14, chiede quali beni non finanziari fra quelli proposti in un apposito elenco (ricco ma non esaustivo) la Vostra struttura è in grado di negoziare per conto della Vostra clientela. Le domande 15 e 16 sono invece una definizione ed esplorazione delle diverse fasi espletate per gestire i beni non finanziari per arrivare a capire (domanda 17) se eventuali hobbies ed interessi del cliente sono tenuti in considerazione nella fase di investimento in tali beni. La domanda 18 è una domanda aperta finalizzata a capire con quale metodologia e con quali parametri viene misurato il rischio relativamente ad un bene non finanziario. Per rimanere in ambito di decisioni di investimento, con la domanda 19 si richiede di indicare la relazione esistente fra le dinamiche del valore di un bene non finanziario ed alcune variabili macroeconomiche per poi passare, con le successive due domande, ad esaminare con quale cadenza e con quale metodologia avvenga il monitoraggio sui beni non finanziari. La domanda 22 e 23 fanno riferimento invece alle decisioni di investimento/disinvestimento mentre la domanda 24 verte sulla tempistica di rendicontazione e sulla rappresentazione o meno del patrimonio non finanziario assieme al patrimonio finanziario (domanda 25). Altra domanda "critica" è da considerarsi la numero 26 che mira a capire quale metodologia di valorizzazione sia utilizzata nella rendicontazione relativamente ai beni non finanziari. La possibilità di accedere al proprio patrimonio anche non finanziario con mezzi di comunicazione a distanza è richiesto dalla domanda 27 mentre la domanda 28 mira ad esplorare tutti i costi che gravitano attorno alla negoziazione e gestione dei beni non finanziari. Attraverso la domanda 29 si chiede se eventuali acquisti fatti dai clienti senza l'intervento della Vostra struttura siano o meno tenuti in debita considerazione nella rappresentazione complessiva del portafoglio gestito e con la domanda 30 si vuole capire quali altri servizi accessori sono offerti e le relazioni esistenti con i fornitori di servizi in outsourcing (domanda 31). La necessità di coperture assicurative specifiche, qualora sia concessa la possibilità ai clienti di conservare per proprio tramite i beni non finanziari oggetto di investimento, è richiesta nella domanda 32 mentre le domande 33 e 34 mirano a capire come sono scelti gli "esperti esterni" e come sono tratti i consigli eventualmente forniti da esperti personali del cliente.

Grazie.

Domanda 1 – Vi preghiamo di indicare gli scaglioni patrimoniali da Voi utilizzati al fine di individuare fra la Vostra clientela effettiva o potenziale

- Clienti Private Banking**
da euro _____ a euro _____
- Clienti Wealth**
da euro _____ a euro _____
- Clienti Family Office**
da euro _____ a euro _____

Note: _____

Domanda 2 – Con la premessa di cui alla domanda 1, Vi preghiamo di compilare la tabella seguente relativamente alla Vostra attuale clientela.

<i>Tipologia di cliente</i>	<i>Numero di clienti esistenti</i>	<i>Patrimonio in gestione</i>
<i>Private</i>		
<i>Wealth</i>		
<i>Family Office</i>		

Domanda 3 – Ai fini della classificazione precedente viene tenuto in considerazione

- Il solo patrimonio finanziario del cliente**
- Il patrimonio finanziario + patrimonio immobiliare del cliente**
- Tutto ciò che è di proprietà del cliente e che è suscettibile di valutazione economica**
- Altro**

Domanda 4 – Avete predisposto un questionario finalizzato alla conoscenza e definizione del profilo del cliente?

Sì (Se possibile gradiremmo riceverne una copia)

No

Altro

Domanda 5 – Il contatto con la clientela Private avviene mediante

(sono consentite più risposte)

Personale dipendente di sportelli bancari n° _____

Promotori finanziari con contratto di dipendenza n° _____

Promotori finanziari con contratto di agenzia n° _____

Altro, specificare _____ n° _____

Domanda 6 – E' individuato un numero di clienti Private considerato ottimale per ciascun Vostro consulente?

Sì min n° _____ max n° _____

No

Domanda 7 – Il contatto con la clientela Wealth avviene mediante

(sono consentite più risposte)

Personale dipendente di sportelli bancari n° _____

Promotori finanziari con contratto di dipendenza n° _____

Promotori finanziari con contratto di agenzia n° _____

Altro, specificare _____ n° _____

Domanda 8 – E' individuato un numero di clienti Wealth considerato ottimale per ciascun Vostro consulente?

Sì min n° _____ max n° _____

No

Domanda 9 – Il contatto con la clientela Family Office avviene mediante
(sono consentite più risposte)

- Personale dipendente di sportelli bancari** n° _____
- Promotori finanziari con contratto di dipendenza** n° _____
- Promotori finanziari con contratto di agenzia** n° _____
- Altro, specificare** _____ n° _____

Domanda 10 – E' individuato un numero di clienti Family Office considerato ottimale per ciascun Vostro consulente?

- Sì** min n° _____ max n° _____
- No**

Domanda 11 – Ai Vostri clienti, Private, Wealth e/o di Family Office viene offerta una consulenza su beni non finanziari per finalità di investimento?

- Sì**
- No** (si prega di passare direttamente alla domanda n° 35)

Domanda 12 – Sulla base della Vostra esperienza, solitamente, da chi è presa la decisione di destinare una quota parte del patrimonio investibile all'investimento in beni non finanziari?

- Principalmente dal cliente**
- Principalmente dal consulente**
- Altro**

Domanda 13 – E' preventivamente stabilita una percentuale (anche indicativa) o un ammontare forfetario del patrimonio da destinarsi all'investimento in beni non finanziari?

- Sì, nella misura** _____

- No, in quanto** _____

- Altro** _____

Domanda 14 – Quali fra i beni sotto elencati la Vostra struttura è in grado di “negoziare” per i Vostri clienti? (Sono ammesse più risposte)

Segmento Private	Segmento Wealth	Segmento Family Office
<input type="checkbox"/> Diamanti	<input type="checkbox"/> Diamanti	<input type="checkbox"/> Diamanti
<input type="checkbox"/> Oro	<input type="checkbox"/> Oro	<input type="checkbox"/> Oro
<input type="checkbox"/> Metalli preziosi (ex oro)	<input type="checkbox"/> Metalli preziosi (ex oro)	<input type="checkbox"/> Metalli preziosi (ex oro)
<input type="checkbox"/> Pietre preziose (ex diamanti)	<input type="checkbox"/> Pietre preziose (ex diamanti)	<input type="checkbox"/> Pietre preziose (ex diamanti)
<input type="checkbox"/> Auto d'epoca	<input type="checkbox"/> Auto d'epoca	<input type="checkbox"/> Auto d'epoca
<input type="checkbox"/> Auto moderne	<input type="checkbox"/> Auto moderne	<input type="checkbox"/> Auto moderne
<input type="checkbox"/> Filatelia	<input type="checkbox"/> Filatelia	<input type="checkbox"/> Filatelia
<input type="checkbox"/> Numismatica	<input type="checkbox"/> Numismatica	<input type="checkbox"/> Numismatica
<input type="checkbox"/> Imbarcazioni	<input type="checkbox"/> Imbarcazioni	<input type="checkbox"/> Imbarcazioni
<input type="checkbox"/> Quadri d'autore	<input type="checkbox"/> Quadri d'autore	<input type="checkbox"/> Quadri d'autore
<input type="checkbox"/> Gioielli e monili	<input type="checkbox"/> Gioielli e monili	<input type="checkbox"/> Gioielli e monili
<input type="checkbox"/> Aereomobili	<input type="checkbox"/> Aereomobili	<input type="checkbox"/> Aereomobili
<input type="checkbox"/> Immobili	<input type="checkbox"/> Immobili	<input type="checkbox"/> Immobili
<input type="checkbox"/> Porcellane	<input type="checkbox"/> Porcellane	<input type="checkbox"/> Porcellane
<input type="checkbox"/> Vintage	<input type="checkbox"/> Vintage	<input type="checkbox"/> Vintage
<input type="checkbox"/> Vino	<input type="checkbox"/> Vino	<input type="checkbox"/> Vino
<input type="checkbox"/> Tappeti ed arazzi	<input type="checkbox"/> Tappeti ed arazzi	<input type="checkbox"/> Tappeti ed arazzi
<input type="checkbox"/> Statue e sculture	<input type="checkbox"/> Statue e sculture	<input type="checkbox"/> Statue e sculture
<input type="checkbox"/> Orologi	<input type="checkbox"/> Orologi	<input type="checkbox"/> Orologi
<input type="checkbox"/> Mobili d'epoca	<input type="checkbox"/> Mobili d'epoca	<input type="checkbox"/> Mobili d'epoca
<input type="checkbox"/> Mobili di design	<input type="checkbox"/> Mobili di design	<input type="checkbox"/> Mobili di design
<input type="checkbox"/> Libri e litografie di pregio	<input type="checkbox"/> Libri e litografie di pregio	<input type="checkbox"/> Libri e litografie di pregio
<input type="checkbox"/> Brevetti	<input type="checkbox"/> Brevetti	<input type="checkbox"/> Brevetti
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Domanda 15 – Indicare quali fra le seguenti fasi del “processo gestorio” di ciascuna categoria di beni non finanziari sono svolte in outsourcing piuttosto che internamente.

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
Diamanti	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Oro	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Metalli preziosi (ex oro)	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Pietre preziose (ex diamanti)	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Auto d'epoca	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Auto moderne	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Filatelia	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Numismatica	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Imbarcazioni	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Quadri d'autore	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Gioielli e monili	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Aereomobili	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Immobili	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Porcellane	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Vintage	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Vino	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Tappeti ed arazzi	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Statue e sculture	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Orologi	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Mobili d'epoca	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Mobili di design	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Libri e litografie di pregio	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out
Brevetti	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out	<input type="checkbox"/> In <input type="checkbox"/> Out

Domanda 16 – Volendo esplorare ulteriormente le risposte fornite alla precedente domanda, per ciascuna delle fasi sopra indicate e di seguito riproposte, Vi preghiamo di indicare chi assume le decisioni relative a

<i>Individuazione strategica del bene</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____
<i>Stima/perizia</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____
<i>Valutazione del rischio</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____
<i>Decisione di acquisto</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____
<i>Monitoraggio durante il periodo d'investimento</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____
<i>Decisione di vendita</i>	<input type="checkbox"/> Apposito ufficio interno <input type="checkbox"/> 1 o più esperti esterni <input type="checkbox"/> Sinergia fra ufficio interno ed esperti esterni <input type="checkbox"/> Altro _____

Domanda 17 - Nella decisione di acquisto di un bene non finanziario hanno importanza eventuali interessi od hobbies del cliente?

- Sì, è fondamentale**
- Sì, anche se non essenziale**
- No**
- Altro**

Domanda 18 – Come viene misurato, o come ritenete dovrebbe essere correttamente misurato, il rischio relativo ad un bene non finanziario?

(potete anche inviarci documentazione ad hoc)

Domanda 19 – Dopo aver individuato, nella tabella che segue, le tipologie di beni non finanziari da Voi trattati per conto della Vostra clientela, Vi preghiamo di indicare, sulla base della Vostra esperienza e competenze, la relazione esistente fra le dinamiche del valore del bene in oggetto e le macrovariabili indicate:

Tipologia di bene non finanziario	Dinamica del mercato dei cambi	Dinamica del mercato borsistico	Dinamica del tasso di interesse	Il “fattore moda”	Dinamiche di altri fattori specifici quali
Diamanti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Oro	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Metalli preziosi (ex oro)	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	

Pietre preziose (ex diamanti)	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Auto d'epoca	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Auto moderne	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Filatelia	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Numismatica	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Imbarcazioni	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Quadri d'autore	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Gioielli e monili	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Aereomobili	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	

Libri e litografie di pregio	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	
Brevetti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	<input type="checkbox"/> Correlazione negativa <input type="checkbox"/> Correlazione positiva <input type="checkbox"/> Indipendenti	

Domanda 20 - Con quale cadenza e con quale metodologia viene svolto il monitoraggio delle dinamiche che interessano il bene non finanziario?

Frequenza:

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> tutti i giorni | <input type="checkbox"/> almeno 1 volta a trimestre |
| <input type="checkbox"/> 1 volta alla settimana | <input type="checkbox"/> almeno 1 volta ogni 6 mesi |
| <input type="checkbox"/> almeno 1 volta al mese | <input type="checkbox"/> almeno 1 volta all'anno |
| <input type="checkbox"/> Altro _____ | |

Metodologia:

Domanda 21 – Con riferimento all'attività di monitoraggio di cui al punto precedente, quale fra i seguenti parametri è seguito con particolare attenzione?

(sono ammesse più risposte)

- Il controvalore di mercato del singolo bene**
- Le dinamiche e gli andamenti dell'intero mercato di riferimento del bene**
- Opportunità- necessità di realizzo e/o smobilizzo**
- Altro**

Domanda 22 – Parlando di disinvestimento/smobilizzo di un bene non finanziario, come viene assunta tale decisione?

- E' solo e sempre esclusivamente il cliente che deve impartire l'ordine** (si prega di passare direttamente alla domanda n. 24)
- La decisione è presa dal cliente, ma prima di procedere allo smobilizzo l'istituzione ne valuta l'opportunità e ne discute con il medesimo** (si prega di passare direttamente alla domanda n. 24)
- Il private banker suggerisce il momento opportuno di smobilizzo** (si prega di passare alla domanda n. 23)
- Altro**

Domanda 23 - Come è supportato tale suggerimento?

- E' stabilito a priori col cliente un valore massimo o un incremento percentuale massimo di valore, raggiunto il quale si consiglia di smobilizzare il bene. Viceversa il bene è mantenuto in portafoglio**
- Viene stabilito a priori col cliente un valore massimo ed uno minimo, ovvero una variazione percentuale massima sia in positivo che in negativo, al raggiungimento dei quali si consiglia lo smobilizzo del bene.**
- E' stabilito a priori che il controvalore del bene non debba superare (sia in eccesso che in difetto) una percentuale massima calcolata sul controvalore totale del patrimonio affidato**
- E' stabilito a priori che il controvalore del bene non debba superare (sia in eccesso che in difetto) una percentuale massima calcolata sul valore nominale originariamente conferito**
- Altro**

Domanda 24 - Dando per scontato che il cliente può in qualsiasi momento richiedere espressamente un aggiornamento circa la propria situazione patrimoniale, tale attività è, in media, proposta da Voi ogni quanto tempo?

- 1 volta alla settimana
- almeno 1 volta a trimestre
- 1 volta ogni 15 giorni
- almeno 1 volta a quadrimestre
- almeno 1 volta al mese
- almeno 1 volta ogni 6 mesi
- 1 volta all'anno

Domanda 25 - Nella fase di rendicontazione periodica è riportato anche il patrimonio non finanziario?

- No, viene presentato il controvalore del solo patrimonio finanziario/assicurativo
- Solo se viene richiesto espressamente dal cliente
- Sì

Domanda 26 - Al momento della rendicontazione (periodica o espressamente richiesta), relativamente ai beni non finanziari, quale metodologia di valorizzazione viene utilizzata?

Tipologia di bene non finanziario	Costo storico di acquisto	Costo storico di acquisto rivalutato in base a	Ultimo valore disponibile sul mercato di riferimento	Stima o perizia di uno o più esperti	Valorizzazione sulla base di una procedura interna <i>(si prega di specificare quale o allegare della documentazione)</i>	Altro <i>(si prega di specificare)</i>
Diamanti						
Oro						
Metalli preziosi (ex oro)						
Pietre preziose (ex diamanti)						
Auto d'epoca						
Auto moderne						
Filatelia						
Numismatica						
Imbarcazioni						
Quadri d'autore						
Gioielli e monili						
Aeromobili						
Immobili						
Porcellane						
Vintage						
Vino						
Tappeti ed arazzi						
Statue e sculture						
Orologi						
Mobili d'epoca						
Mobili di design						
Libri e litografie di pregio						
Brevetti						

Domanda 27 - E' consentito ai Vostri clienti visualizzare o accedere direttamente alla propria situazione finanziario-patrimoniale attraverso mezzi di comunicazione a distanza (internet, intranet, call center, palmare, cellulare ..)?

- Sì, a tutto il patrimonio compreso i beni non finanziari**
- Sì, ma solo al patrimonio finanziario/assicurativo**
- No**

28 – Indicare quali costi in media sono posti a carico del cliente relativamente ai beni non finanziari.

• **Fase di acquisto = commissioni di ingresso o sottoscrizione**

- Non vengono richieste commissioni**
- Percentuale del valore di acquisto del bene mediamente stimabile fra min _____ e max _____**
- Una tantum, mediamente pari a _____**
- A scaglioni, mediamente così strutturati**
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
- A seconda del bene (se possibile allegare un dettaglio)**

• **Fase di mantenimento = commissioni di management**

- Non vengono richieste commissioni**
- Percentuale del valore di acquisto del bene mediamente stimabile fra min _____ e max _____**
- Una tantum, mediamente pari a _____**
- A scaglioni, mediamente così strutturati**
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____
 - Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

- A seconda del bene** (se possibile allegare un dettaglio)

• **Fase di smobilizzo = commissioni di uscita**

- Non vengono richieste commissioni**

- Percentuale del valore di acquisto del bene mediamente stimabile fra min _____ e max _____**

- Una tantum, mediamente pari a _____**

- A scaglioni, mediamente così strutturati**

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

Per valori da _____ a _____

- A seconda del bene** (se possibile allegare un dettaglio)

Domanda 29 - L'eventuale investimento e/o disinvestimento autonomamente deciso ed effettuato da parte di un vostro cliente, senza cioè che il cliente passi attraverso la Vostra struttura, è considerato nella rappresentazione patrimoniale del medesimo?

- Sì, solo se il cliente lo comunica**

- Sì, infatti, oltre che su segnalazione espressa del cliente, periodicamente chiediamo ai nostri clienti un aggiornamento circa i beni da loro acquistati e/o venduti in maniera autonoma**

- No, è tenuto distinto il patrimonio gestito per nostro tramite da quello gestito in autonomia dal cliente**

- Altro**

Domanda 30 - Quali fra i servizi sotto elencati la Vostra struttura è in grado di offrire ai Vostri clienti Private, Wealth e/o di Family Office relativamente ai beni non finanziari?

- Locazione di cassette di sicurezza**
- Organizzazione e partecipazioni a mostre, aste ed eventi**
- Stime e perizie**
- Assistenza legale**
- Assistenza Fiscale**
- Progettistica ed interventi di restauro o conservazione**
- Altro**

Domanda 31 – Qual è la commissione retrocessaVi nel caso in cui i servizi di cui sopra siano offerti in outsourcing?

Domanda 32 – Qualora il bene non finanziario oggetto di investimento fosse trattenuto e conservato direttamente dal Vostro cliente, prevedete anche la stipula di apposite coperture assicurative?

- Sì, sono obbligatorie**
- Sì, ma è il cliente che facoltativamente decide se attivarle o meno**
- No**
- Altro** _____

Domanda 33 – Più volte nel presente questionario si è fatto riferimento a “esperti esterni” o “collaborazioni in outsourcing”. Potete brevemente indicarci come vengono selezionati e scelti tali collaboratori?

Domanda 34 – Qualora un Vostro cliente Private, Wealth e/o Family Office avesse uno o più “esperti” di fiducia, estranei alla Vostra struttura, quale considerazione od importanza la Vostra struttura attribuirebbe alle opinioni di tale/i soggetto/i?

Essendo un esperto di fiducia del cliente, verrà sempre tenuto al corrente delle decisioni assunte dalla nostra struttura o dai collaboratori esterni della stessa, e il parere da Lui eventualmente espresso sarà tenuto in debita considerazione prima di dare corso alle decisioni operative

Essendo un esperto di fiducia del cliente, verrà sempre tenuto al corrente delle decisioni assunte dalla nostra struttura o dai collaboratori esterni della stessa, ma il parere da Lui eventualmente espresso non sarà tenuto in considerazione nel dar corso alle decisioni operative

Non esistendo specifici accordi di collaborazione fra la nostra struttura e il soggetto terzo, non ci sarà nessun tipo di interscambio diretto

Altro

Domanda 35 – Se vi trovate a rispondere a questa domanda è perché alla domanda n. 11 è stato risposto “NO”. Per quale motivo la Vostra struttura non offre consulenza relativa ai beni non finanziari?

5. LA REDDITIVITA' ASSOCIATA ALL'ATTIVITA' DI CONSULENZA SU BENI NON FINANZIARI: IL CONFRONTO FRA ALCUNI OPERATORI E IPOTESI DI ADOZIONE DI MODELLI DI SUB-ADVISORY

5.1 – La redditività derivante dall'attività di consulenza su beni non finanziari: una verifica empirica nel mercato italiano.

I risultati elaborati nel precedente capitolo hanno dimostrato che nel mercato italiano del private banking l'offerta di asset fisici è sostanzialmente latente, affrontata in un'ottica non scientifica e principalmente in maniera indiretta attraverso l'utilizzo di strumenti di risparmio gestito¹³⁶ i quali costituiscono essenzialmente il core business dell'intero settore. Ciononostante i siti istituzionali di molte banche dedicano uno spazio più o meno ampio e dettagliato all'offerta non finanziaria rivolta a soggetti con sofisticate esigenze sottolineando espressamente il ruolo di supporto e di consulenza che l'istituzione sia direttamente sia attraverso l'ausilio di esperti esterni può fornire in tale ambito.

Il presente paragrafo vuole verificare attraverso i dati di bilancio quali sono i ritorni economici direttamente riconducibili alla prestazione consulenziale offerta relativamente agli asset non finanziari facendo riferimento ad un campione di indagine limitato ad alcuni dei principali player a livello nazionale nel settore dell'asset management, che contemporaneamente dichiarino di interessarsi attivamente al segmento Private. A tal fine si sono esaminati i bilanci al 31 dicembre 2005 di Banca Aletti, Banca Sella, Unicredit, Deutsche Bank Italia, UBS Italia, Credit Suisse Italia, Banca Intesa e Sanpaolo-IMI¹³⁷.

¹³⁶ Per esempio Fondi Immobiliari, Fondi che investono in arte, Hedge Funds

¹³⁷ Il 12 ottobre 2006 è stato approvato il progetto di fusione fra Banca Intesa e Sanpaolo-IMI che porterà alla nascita di un gruppo leader in Italia con una quota di mercato mediamente dell'ordine del 20% in tutti i settori di attività e una rete di circa 5.500 sportelli capillare e ben distribuita sul territorio, con quote di mercato superiori al 15% nella maggior parte delle regioni. *Fonte: comunicato stampa del 12 ottobre 2006 Banca Intesa-Sanpaolo IMI.* Per la mancanza di dati ufficiali aggregati ai fini del nostro lavoro le due realtà sono esaminate distintamente.

BANCA ALETTI

Nasce nel 1826 con l'avvio di un'attività di cambiavalute presso il mercato di Milano per orientarsi negli anni successivi verso l'intermediazione in titoli nel capoluogo lombardo. Con l'entrata in vigore nel 1992 della cosiddetta "Legge SIM"¹³⁸ lo studio professionale si trasforma nella società per azioni Aletti & C. SIM, che vede fra i partecipanti al capitale anche la Banca Popolare di Verona e la Società Cattolica di Assicurazione; la trasformazione in Banca Aletti & C avviene nel 1998 e nel 2000 il Gruppo Popolare di Verona ne acquisisce il pieno controllo dando l'impulso ad un processo di forte dinamismo di espansione territoriale e di ampliamento dei servizi alla clientela. Ad oggi il Gruppo Popolare di Verona e Novara presenta una divisione private e finanza che è costituita da Banca Aletti, Aletti Gestielle SGR, Aletti Gestielle Alternative SGR, Aletti Merchant e Aletti Private Equity SGR oltre ad Aletti Fiduciaria e Banca Aletti (Suisse) S.A., quest'ultima con sede a Lugano.

Nel corso del 2005 al fine di generare, instaurare e consolidare importanti relazioni con potenziali clienti facoltosi Banca Aletti ha organizzato circa 80 eventi mondani-culturali spaziando dal convegno specialistico al concerto, dalla gara di golf alla serata di gala, dimostrano la grande attenzione riservata al mondo della cultura e dell'arte in particolare, come dimostrato dagli importanti interventi di sponsorizzazione fra i quali la mostra "*Il Veronese profano*" a Venezia, "*Cezanne Renoir*" a Bergamo o "*Edouard Manet*" a Roma; iniziative che testimoniano l'importanza strategica riconosciuta dalla Banca al mondo dell'arte quale volano di attrattività per clienti *prospect* di alto standing.

Nell'intento di approcciare e gestire clienti facoltosi più o meno appassionati del mondo dell'arte Banca Aletti promuove numerosi incontri formativi per i propri private bankers ed è in grado di offrire un servizio di Art Advisory gratuito che prevede l'identificazione dell'opera, l'esecuzione di stime e perizie anche con finalità assicurative, l'inventariazione e catalogazione, la valorizzazione di collezioni ivi comprese le attività di restauro, assistenza legale e fiscale, costituzione di fondazioni e trust avvalendosi anche della collaborazione di esperti esterni¹³⁹. Altro importante rapporto di collaborazione è stato stretto con Pirelli Real Estate per offrire una consulenza altamente qualificata anche nel segmento immobiliare al fine di offrire un valido supporto in tema

¹³⁸ Legge n. 1 del 2/1/1991

¹³⁹ Si citano per esempio Artfin e Vasaris

di valutazioni, compravendite e locazioni, analisi e gestione di portafogli immobiliari, studi di fattibilità e valorizzazioni¹⁴⁰.

Esaminando i dati al 31 dicembre 2005 emergono dal bilancio consolidato della Banca commissioni nette per un ammontare di 70.960.000,00 euro con un incremento del 15,4% rispetto al 2004; alla determinazione di tale risultato concorrono commissioni attive per 249.290.286,00 euro segnando un balzo vertiginoso rispetto all'anno precedente, +168,9%. Procedendo ad un'ulteriore scomposizione di quest'ultima voce si evince che solo 576.000,00 euro derivano da attività di consulenza ma non viene fornito nessun altro dettaglio esplicativo; tuttavia in base a quanto già esposto in precedenza non possiamo ritenere l'Art Advisory della Banca in quanto servizio gratuito una fonte di tali commissioni che pertanto possono essere state ragionevolmente generate da attività consulenziali prestate in tema di fiscalità, legale, trust e corporate finance.

BANCA SELLA

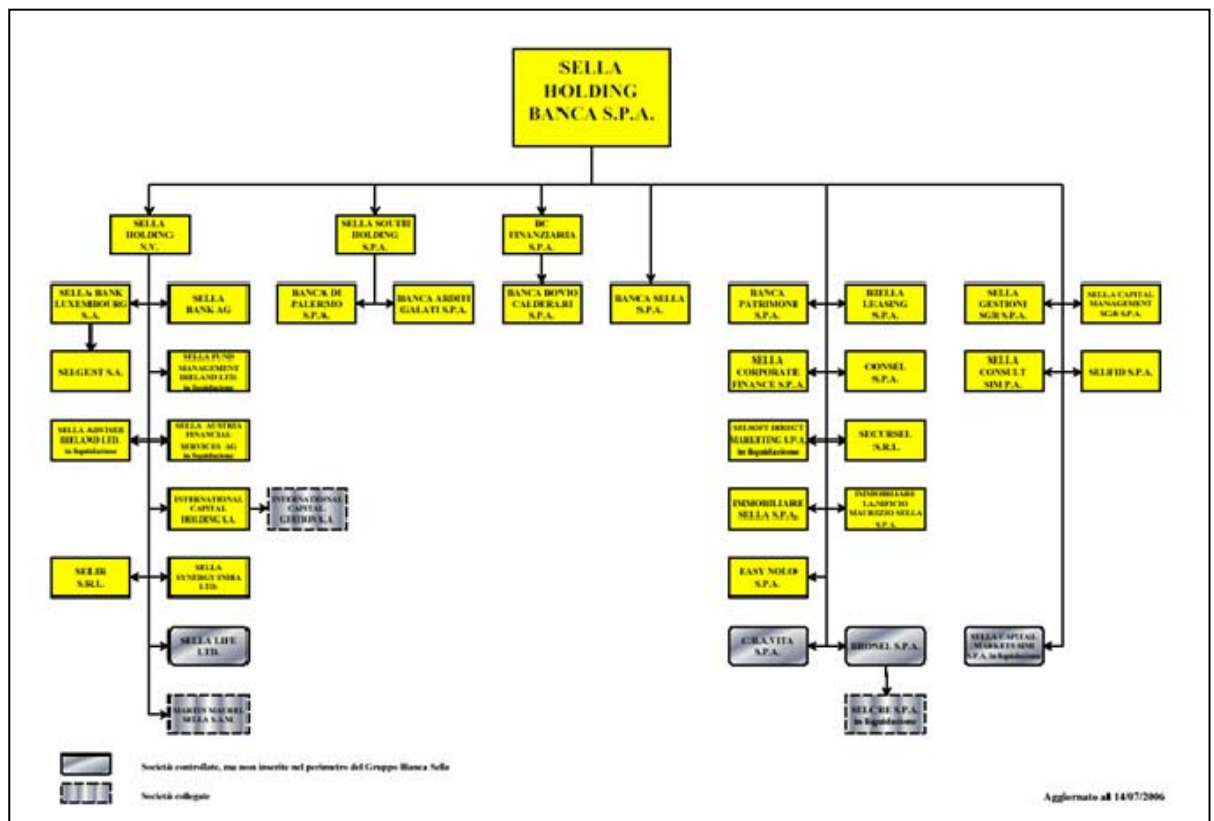
La banca porta ancora oggi il cognome dei Sella già noto fin dal XVI secolo nell'area biellese per gli incarichi prestigiosi ed importanti (notai, sacerdoti, commercianti e fabbricanti-commercianti di panni) ricoperti dai componenti di questa famiglia. Fu Quintino Sella (1827 – 1884), ministro delle finanze dell'Italia unita, l'ispiratore dell'idea della nascita della Banca che vide la sua realizzazione nel 1886 ad opera del ventiseienne Gaudenzio, da poco laureato in ingegneria civile a Torino, il quale fondò insieme ai suoi fratelli ed ad alcuni cugini Banca Sella (con la ragione sociale di Gaudenzio Sella & C.), nascita che fu resa possibile grazie ai capitali accumulati nell'arco di generazioni dalla famiglia soprattutto nell'attività imprenditoriale nel settore tessile.

La Banca, tramandata di generazione in generazione, è sempre rimasta nelle mani della famiglia Sella e nel 1965 adottò l'attuale denominazione di Banca Sella S.p.A. Negli anni a seguire crebbero sia la diffusione territoriale che la numerosità di clientela e di masse patrimoniali amministrare e gestite fintanto che nel 1991 nacque il Gruppo Banca Sella, gruppo polifunzionale, nell'intento di coordinare meglio l'offerta di un'ampia

¹⁴⁰ Relazioni e Bilancio 2005 – www.alettibank.it

gamma di servizi bancari, finanziari e assicurativi prodotti e distribuiti dalle diverse banche e società rappresentate nella figura 5.1.

Figura 5.1 – Struttura del Gruppo Sella al 14/07/2006



Fonte: www.bancasella.it

A fine esercizio 2005 dal Bilancio consolidato della Banca le commissioni attive ammontano a 296.112.000,00 euro, in crescita del 3% rispetto al precedente esercizio, da cui derivano commissioni nette pari a 194.788.000,00 euro (erano 182.117.000,00 euro nel 2004). A questo positivo risultato hanno contribuito i servizi di incasso e pagamento, i cui proventi sono cresciuti del 10,9%, grazie all'aumentata propensione dei clienti all'utilizzo degli strumenti di pagamento elettronici, con particolare riferimento allo sviluppo del canale e-commerce e il comparto della raccolta indiretta i cui proventi sono cresciuti del 10%, principalmente per il maggior contributo fornito dal settore del trading on line e all'incremento dei volumi del risparmio gestito.

La scomposizione della voce "commissioni nette" evidenzia che la componente derivante da "servizi di gestione, intermediazione e consulenza" risulta pari a

9.300.000,00 euro, con un incremento del 6,9% rispetto all'anno precedente. Di queste sono ascrivibili all'attività di consulenza soltanto 1.058.000 euro (ammontavano a 870.000 euro a fine 2004). Dalla lettura della Nota integrativa si evince che queste ultime derivano tuttavia principalmente da interventi in ambito di finanza straordinaria, di fiscalità e legalità a livello internazionale e dal corporate finance attraverso Sella Corporate Finance S.p.A.¹⁴¹

UNICREDIT GROUP

Nasce nel 1998 a seguito dell'integrazione di Credito Italiano, Rolo Banca 1473, CariVerona, Banca Cassa di Risparmio di Torino, Cassamarca, Cassa di Trento Rovereto, Cassa di Risparmio di Trieste con l'intento di divenire un importante player non solo a livello nazionale. Nel 2000 viene acquisita la società americana di gestione di fondi Pioneer Investments e creata la Pioneer Global Asset Management. Il processo di riorganizzazione del Gruppo, avviato nel 2001, denominato "Progetto S3" prevedeva tre divisioni di business, Retail, Corporate, Private Banking e Asset Management e fu completato nel 2003 con la nascita di tre banche di segmento Unicredit Banca, Unicredit Banca d'Impresa e Unicredit Private Banking.

Notevole e significativa è stata negli anni l'espansione territoriale del Gruppo nei mercati europei, soprattutto in quelli in via di sviluppo, fino alla fusione nel 2005 con la tedesca HVB, operazione che ha confermato Unicredit Group una delle realtà bancarie italiane più dinamiche anche nell'attività transfrontaliera.

La struttura del gruppo Unicredit di stampo prettamente divisionale è rappresentata nella successiva figura 5.2. Le Divisioni di Business hanno l'obiettivo principale di massimizzare la creazione di valore nei segmenti/mercati di pertinenza focalizzandosi principalmente sulla gestione dei clienti, sullo sviluppo dei prodotti, sul marketing e sulla distribuzione ed avendo la responsabilità di proporre ed implementare la Strategia di Gruppo in Italia, Germania, Austria e Central Eastern Europe (CEE). Fra le divisioni esistenti quella direttamente interessata dai fini del presente lavoro è quella Private Banking & Asset Management la quale mira a diventare una "Pan-european Private Bank" attraverso l'offerta di consulenza ad alto valore a clienti facoltosi, radicati o emergenti, con finalità di sviluppo del segmento Private Banking in Italia, Germania ed

¹⁴¹ Bilancio Consolidato e Nota Integrativa dell'anno 2005

Austria e dell'Asset Management come business globale in tutti gli stati europei indirizzando, supportando e controllando lo sviluppo delle attività di business a livello regionale. Nel giugno 2005 si è verificata la fusione in UniCredit Private Banking della controllata diretta UniCredit Private Wealth Advisory Srl, società avente ad oggetto la prestazioni di servizi di assistenza e consulenza in materia legale, fiscale, finanziaria, immobiliare e societaria principalmente rivolti alla clientela della Divisione¹⁴².

Figura 5.2 – La struttura divisionale del Gruppo Unicredito ad agosto 2006



Fonte: Annual report 2005

A differenza di altre realtà concorrenti il servizio di Art Advisory di Unicredit viene espletato senza l'intervento di consulenti esterni ma attraverso una struttura interna dedicata, situazione che si ritrova analoga con riferimento al settore immobiliare e al tema della fiscalità. Questa struttura di *open architecture* abbinata alla gratuità delle prestazioni offerte in tali ambiti consente alla Banca di porsi nei confronti del cliente

¹⁴² Bilancio consolidato di Gruppo anno 2005

quale operatore superpartes evitando possibili conflitti di interesse mirando nel contempo a mantenere la gestione del patrimonio finanziario dell'investitore.

Esaminando il Bilancio Consolidato di Unicredit Group si evince che le commissioni nette per la divisione Private Banking ammontano al 31/12/2005 a 1.248.000.000,00 euro con un incremento pari al 17,8% rispetto all'esercizio precedente riconducibile principalmente alle maggiori masse in gestione di Pioneer, dovute sia alla crescita della raccolta netta che al miglioramento qualitativo della gamma dei prodotti abbinate ad una maggiore produttività dei promotori finanziari di Xelion e al positivo ritorno in termini di commissioni di performance cresciute di oltre il 57%¹⁴³ rispetto al 2004.

Le commissioni nette a capo del Gruppo risultano pari a 4.372.463.000,00 euro di cui 1.987.000,00 euro per attività di consulenza. Non essendo questa voce ulteriormente dettagliata e alla luce dell'evidenziata importanza crescente all'interno della divisione Private Banking delle tradizionali attività gestorie, si può ragionevolmente ritenere che la maggior voce in capitolo nella determinazione di tale importo arrivi principalmente da ambiti finanziari cui si aggiungono certamente consulenze prestate in ambito fiscale, legale, trust e di corporate banking.

BANCA INTESA

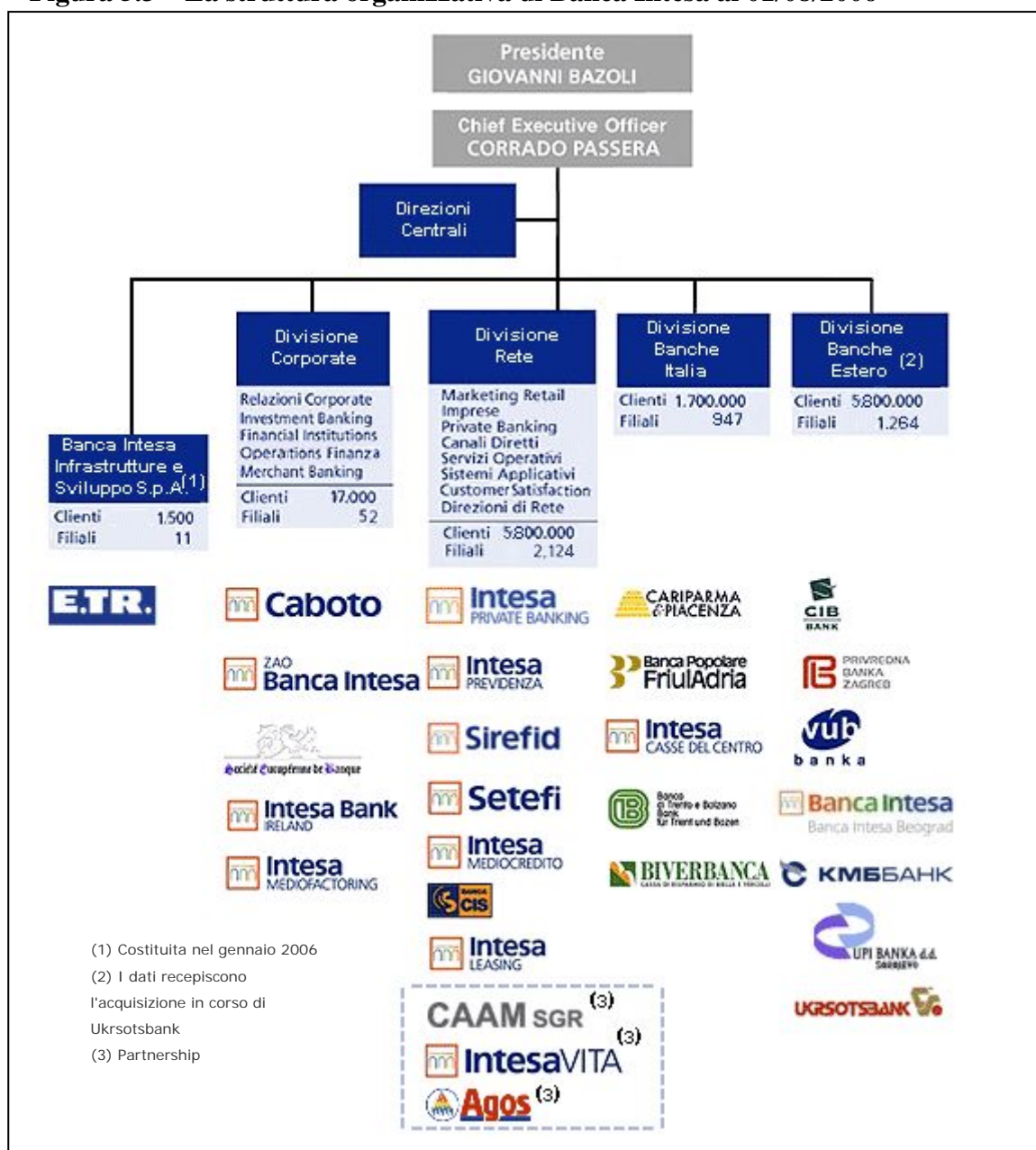
Banca Intesa è uno dei principali gruppi bancari italiani e uno degli indiscussi protagonisti sullo scenario finanziario europeo. Nasce nel 1998 dall'integrazione di Cariplo e Ambroveneto e con la successiva fusione della Banca Commerciale Italiana (maggio 2001) il gruppo assume la denominazione di IntesaBci. Nel dicembre 2002 l'Assemblea delibera, con effetto 1° gennaio 2003, la modifica della denominazione sociale nell'attuale Banca Intesa che a livello di organigramma si presenta composta da cinque aree di business rappresentate nella figura 5.3.

La Divisione Rete segue famiglie, piccole medie Imprese ed enti no profit e include private banking, wealth management e Intesa Mediocredito, leader in Italia nel credito industriale. La Divisione Corporate si occupa di grandi aziende e istituzioni finanziarie

¹⁴³ Le commissioni di performance sono risultate pari, a fine 2005, a 55 milioni di euro contro i 35 milioni di euro dell'esercizio precedente. Fonte: Bilancio consolidato anno 2005

incluse M&A, finanza strutturata, merchant banking, capital market (Banca Caboto), global custody e la rete internazionale specializzata costituita da filiali, uffici di rappresentanza e controllate - come ZAO Banca Intesa, aperta nel 2003, unica presenza italiana con licenza bancaria in Russia - che svolgono attività di corporate banking.

Figura 5.3 – La struttura organizzativa di Banca Intesa al 01/08/2006



Fonte: www.bancaintesa.it

La controllata Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo serve il settore pubblico-infrastrutturale con ambiti di intervento che spaziano dal finanziamento delle opere pubbliche alle cartolarizzazioni dei crediti degli enti pubblici alla finanza di progetto. La Divisione Banche Italia si focalizza sulle banche controllate a forte radicamento locale: Cariparma, FriulAdria, Banca di Trento e Bolzano, Biverbanca e Intesa Casse del Centro mentre, infine, la Divisione Banche Estero si occupa delle controllate che svolgono attività di retail e commercial banking nel Centro Est Europa¹⁴⁴.

L'attività di private banking viene svolta attraverso Banca Intesa Private Banking per la quale il 2005 ha costituito il primo esercizio di effettiva operatività, chiudendosi con un utile netto di 41,3 milioni di euro, dopo un periodo di riassetto organizzativo e strutturale decisamente impegnativo. Con riferimento ai servizi di advisory Banca Intesa Private Banking è in grado di offrire ai propri clienti consulenza nel settore dell'arte, dell'immobiliare, nell'ambito dell'istituzione di trust e fondazioni nonché in campo legale e fiscale, del tutto gratuitamente ed esclusivamente attraverso l'intervento di esperti esterni¹⁴⁵ al fine di evitare ogni possibile conflitto di interesse, ma mantenere nel contempo la gestione finanziaria del patrimonio del cliente.

Dal Bilancio consolidato del Gruppo Intesa risultano a fine 2005 commissioni nette pari a 3.904 milioni di euro, con un incremento del 12,4%, rispetto ai 3.473 milioni del 2004, trainato dal collocamento di prodotti assicurativi (commissioni quasi raddoppiate da 221 a 411 milioni), dall'intermediazione e collocamento di titoli (da 233 a 470 milioni) e dal servizio Bancomat e carte di credito (+7,5%), a fronte del calo registrato dalla componente riguardante il risparmio gestito (-5,5%, da 805 a 761 milioni). Si conferma il crescente peso delle commissioni generate dall'attività di gestione, intermediazione e consulenza pari a 1.833 milioni di euro (con un incremento del 23% rispetto al 2004), di cui solo 8 milioni di euro originate da attività di consulenza ascrivibile ad attività finanziarie, assicurative nonché di collocamento¹⁴⁶.

¹⁴⁴ PBZ, seconda maggiore banca in Croazia, VUB, seconda maggiore banca in Slovacchia, Banca Intesa Beograd, seconda maggiore banca in Serbia, CIB, quarta maggiore banca in Ungheria, UPI Banka, quinta maggiore banca in Bosnia-Erzegovina e KMB Bank, una banca leader nella Federazione Russa nel segmento delle piccole imprese.

¹⁴⁵ Si citano per esempio Eikonos Arte e Open Care nel settore dell'Art advisory

¹⁴⁶ Bilancio consolidato anno 2005

DEUTSCHE BANK

Fondata a Berlino nel 1870 Deutsche Bank è andata progressivamente ampliando la propria presenza territoriale attraverso una serie di acquisizioni ed aggregazioni che l'hanno portata ad essere uno dei principali player nel panorama internazionale. La sua struttura organizzativa si compone di tre divisioni: Corporate and Investment Bank (CIB), Private Clients and Asset Management (PCAM) e Corporate Investments (CI).

PCAM, la divisione attinente all'indagine del presente lavoro, è ulteriormente scomponibile in due segmenti operativi; la prima, Asset and Wealth Management, si occupa dei clienti istituzionali offrendo un'ampia gamma di servizi dai tradizionali fondi comuni di investimento, alle gestioni patrimoniali personalizzate fino ai prodotti più sofisticati con strategie di *total return* nonché specialisti nel settore real estate asset management. In essa la Private Wealth Management offre una completa integrazione fra servizi di gestione di portafogli, tax advisory e finalità filantropiche a favore di clienti molto facoltosi. La seconda componente, Private & Business Clients (PBC), propone sia alla clientela privata che a quella business un'ampia gamma di prodotti bancari, come conti correnti, depositi a risparmio, prestiti e finanziamenti e prodotti e servizi di gestione. Questo segmento opera principalmente in Italia, Germania e Spagna con mire di espansione nei paesi emergenti europei e in Asia.

Deutsche Bank Italia è scomponibile in due macro Divisioni:

- Private Clients & Asset Management (PCAM)
- Corporate & Investment Banking

A livello organizzativo, la macro Divisione PCAM è costituita da tre Divisioni:

- Private & Business Clients;
- Private Wealth Management;
- Asset Management.

Private & Business Clients (PBC) è dedicata alla distribuzione di prodotti e servizi rivolti a rispondere delle esigenze di consulenza, d'investimento e di finanziamento per la clientela privata e per le piccole e medie aziende ed è composta, al suo interno, da due macrosettori che raggruppano da una parte, le linee di business dedicate all'attività retail

e alla consulenza della clientela (Advisory Bank)¹⁴⁷ e dall'altra, le linee di business dedicate all'attività di prestiti personali, credito al consumo e carte di credito.

Private Wealth Management (PWM) nata nel 2003 a seguito della ristrutturazione dell'ex Private Banking con l'obiettivo di realizzare un'elevata specializzazione nei confronti della clientela caratterizzata da grandi patrimoni, ha sostenuto nel 2005 numerosi eventi culturali e sportivi di grande prestigio con l'obiettivo di promuovere e rafforzare la relazione con un pubblico elitario.

In riferimento alle commissioni attive, il Bilancio consolidato di Deutsche Bank Italia al 31 dicembre 2005 riporta un ammontare di 495.900.000,00 euro registrando un incremento del 9,5% rispetto al 2004 alimentato da maggiori commissioni di collocamento titoli, prodotti assicurativi, gestioni patrimoni mobiliari, commissioni intra-gruppo, ed un aumento dei proventi di collocamento dei fondi comuni e di gestione delle carte di credito. Il dato certamente sorprendente è fornito dalle commissioni per attività di consulenza che ammontano a euro 0.

UBS

Nata nel 1998 dalla fusione fra l'Union Bank of Switzerland e la Swiss Bank Corporation, UBS (Union Bank of Switzerland Schweizerische Bankgesellschaft, Union de Banques Suisses, Unione di Banche Svizzere) si propone come la tipica banca svizzera operante anche oltre confine.

Attualmente la struttura organizzativa del Gruppo si articola in quattro divisioni riportate nella figura 5.4 mentre la figura 5.5 rappresenta nello specifico la suddivisione della divisione Global Wealth Management & Business Banking nata il 1° luglio 2005.

Nel giugno del 2006 all'interno della divisione Global Asset Management è divenuta operativa una nuova attività di gestione degli investimenti alternativi di matrice finanziaria denominata Dillon Read Capital Management (DRCM).

¹⁴⁷ Vi rientrano Private & Business Banking, con la sua rete di sportelli bancari e Finanza & Futuro Banca S.p.A., facente parte del Gruppo Deutsche Asset Management Italy, con la sua rete di promotori finanziari

Figura 5.4 – Struttura organizzativa di UBS ad Agosto 2006



Fonte: www.ubs.com

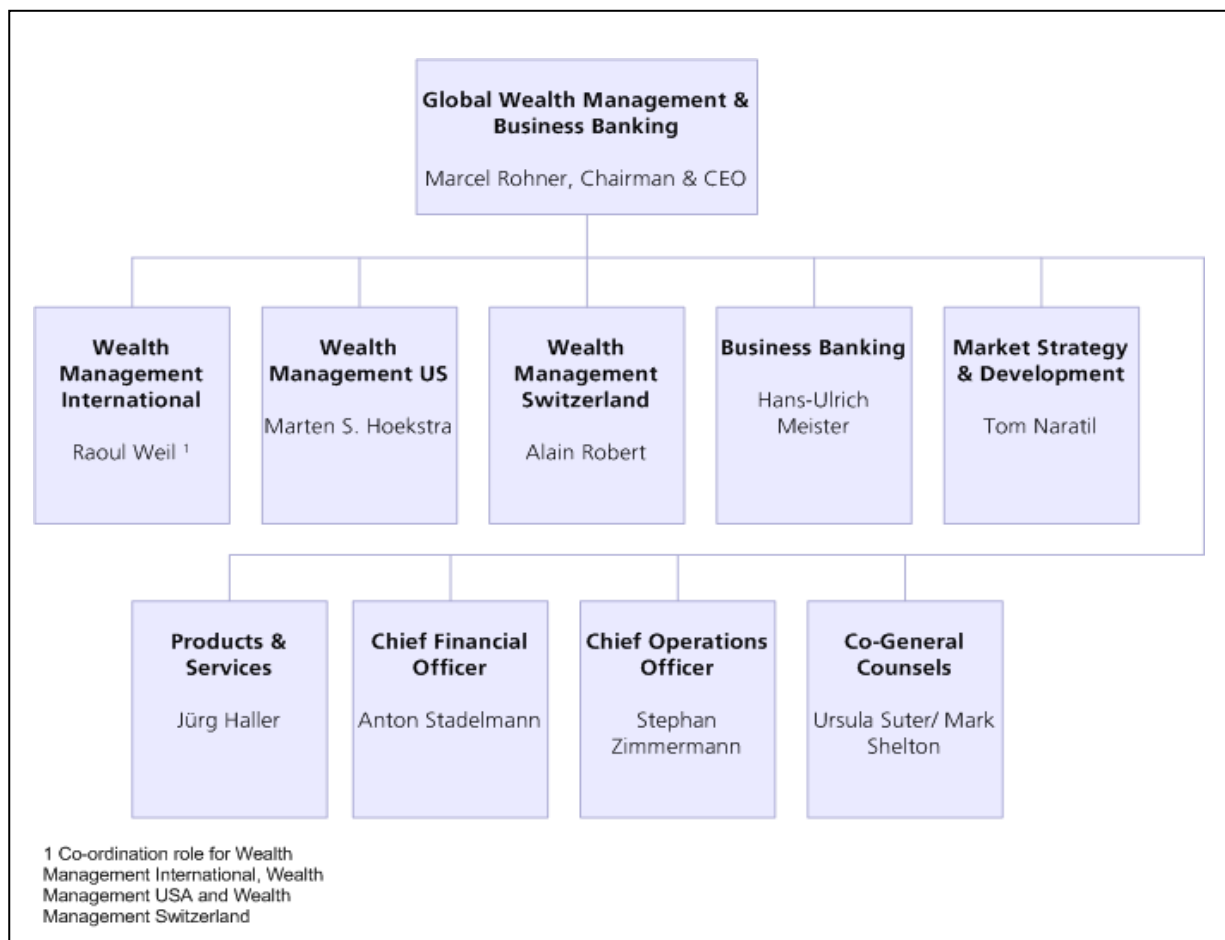
In particolare la divisione Wealth Management International & Switzerland è dedicata ai clienti wealthy e high in tutto il mondo tranne che per i clienti residenti negli USA ai quali è riservata l'attività svolta dalla Wealth Management US, mentre il segmento retail e corporate in Svizzera è seguito dalla Business Banking Switzerland.

In relazione ai servizi di advisory UBS Italia segue le decisioni e le strategie sviluppate dalla sede di Zurigo nella quale è presente, fra le altre, una divisione interna specializzata in Art Advisory in grado di offrire un servizio articolato in quattro dimensioni: *Art research*, *Art management*, *Art transaction* e *Art Foundations e Structured solutions*¹⁴⁸.

¹⁴⁸ *Art research*: è il servizio che si occupa della raccolta di informazioni sul mercato dell'arte e di eseguire valutazioni di opere d'arte svolgendo nel contempo ricerche storiche sull'artista e *due diligence* sull'opera; *Art Management*: si occupa della valorizzazione dell'opera per finalità assicurative, dell'organizzazione dei trasporti e dei depositi, della consulenza in tema di restauro e della gestione dei rapporti di prestito a musei ed esposizioni; *Art transaction*: assolve il ruolo di intermediazione nelle compravendite attraverso case d'asta o direttamente con mercanti d'arte e galleristi; *Art foundations e Structured solutions*: si propone di eseguire l'accertamento e l'analisi dell'intero patrimonio del cliente, procedendo alla risoluzione di problematiche successorie attraverso anche l'istituzione di trust e fondazioni. Fonte: www.ubs.ch

La scelta di evitare il ricorso ad esperti esterni è dettata dalla volontà della Banca di garantire alla clientela agiata una consulenza gratuita multidisciplinare, neutra, professionale e discreta evitando possibili conflitti di interessi mantenendo nel contempo la gestione del patrimonio finanziario dell'investitore.

Figura 5.5 – Struttura organizzativa della Divisione Global Wealth Management & Business Banking ad agosto 2006



Fonte: www.ubs.com

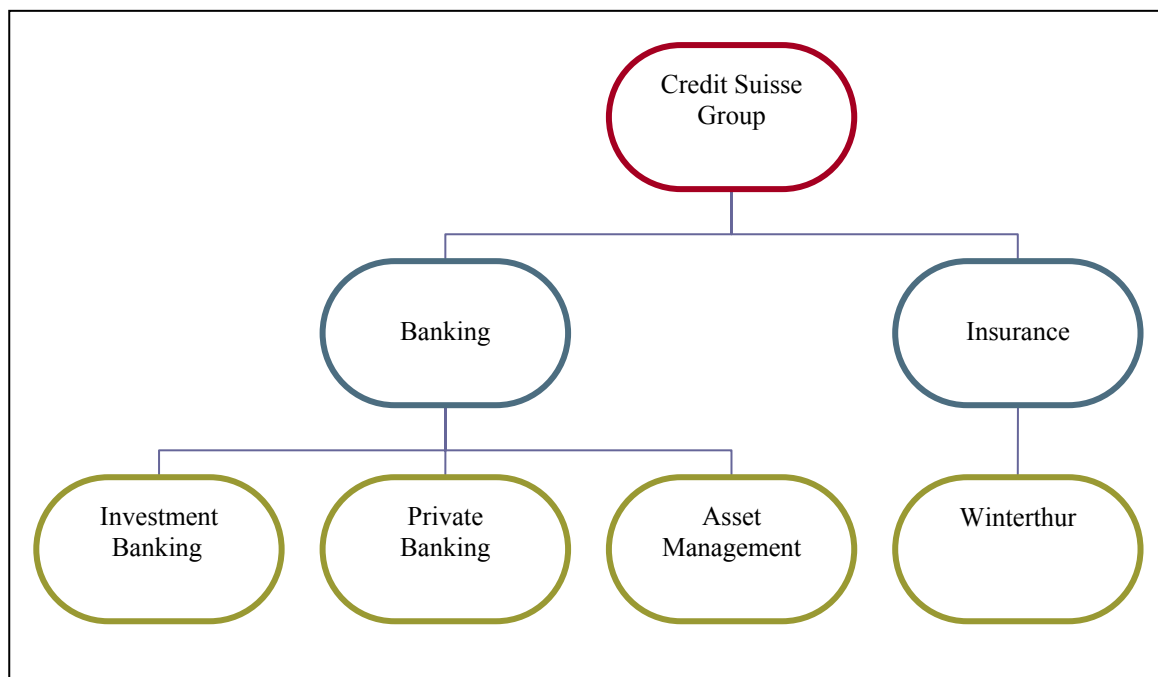
Con riferimento alla componente reddituale, le commissioni nette risultanti dal Bilancio consolidato al 31/12/2005 ammontano a 21,436 milioni di CHF con un incremento del 16% rispetto all'esercizio precedente, principalmente riconducibile all'aumentata massa gestita attraverso i fondi comuni di investimento, al servizio di custodia, all'ambito assicurativo e alle gestioni di portafogli individuali di investimento oltre che al ruolo di advisory. A quest'ultima categoria sono riconducibili commissioni attive per 5,310

milioni di CHF¹⁴⁹ generate principalmente da attività di financial e fiscal planning, consigli in ambito di legislazioni off-shore, costituzione di trust e fondazioni di famiglie facoltose.

CREDIT SUISSE

Centocinquant'anni di storia e l'obiettivo di diventare una operatore leader nel panorama globale sono il biglietto da visita di questa banca operante a livello internazionale attraverso una struttura di Gruppo presentata nella figura 5.6.

Figura 5.6 – La struttura organizzativa di Credit Suisse Group al dicembre 2005



Fonte: Annual Report 2005

Credit Suisse si compone di tre Divisioni denominate Investment Banking, Private Banking e Asset Management alle quali si affianca il business assicurativo di Winterthur che opera in maniera indipendente all'interno del Gruppo con l'obiettivo di raggiungere elevati livelli di crescita e profitto.

¹⁴⁹ Annual report 2005

Con riferimento alla divisione Private Banking, essa provvede ad offrire una gamma ampia e personalizzata di prodotti e servizi a soddisfacimento delle esigenze avvertite da clienti high-net-worth con l'intento di gestirne sia la componente investimenti che quella indebitamento (ALM). Il core business della divisione risulta essere la gestione della liquidità e dei patrimoni in maniera discrezionale offrendo un servizio di advisory relativo ad investimenti alternativi, private equity e real estate compreso tax planning, pianificazione pensionistica ed assicurativa e la costituzione di trust e fondazioni. Ai clienti con capacità di investimento pari ad almeno USD 50 milioni viene offerto un servizio di "Family Office" che si implementa mediante la costruzione ad hoc di prodotti finanziari e consulenza, anche avvalendosi di esperti esterni, relativi alle più variegata tipologie di investimento o esigenze specifiche.

La crescita del segmento Private di Credit Suisse nel corso del 2005 ha trovato nuova linfa in particolare nei mercati asiatici, nell'Europa dell'est e negli Emirati Arabi (Dubai) consentendo alla Banca di conseguire un utile netto di divisione pari a 2,647 milioni di CHF con una crescita del 7% rispetto al 2004. A questo risultato hanno contribuito in maniera decisiva le commissioni attive percepite che ammontano a 5,054 milioni di CHF generate principalmente dall'incremento degli asset under management e dalla crescita dei volumi intermediati; infatti nel 2005 le commissioni di trading sono salite del 92% rispetto all'anno precedente. Non emerge un dettaglio specifico di proventi derivanti da attività consulenziale né a livello di singola Divisione né a livello consolidato di Gruppo, nonostante esistano 14,617 milioni di CHF generati da ritorni sull'attività di gestione finanziaria, sia collettiva che individuale, e servizi di advisory espletati nell'ambito di operazioni di fusione ed acquisizione.

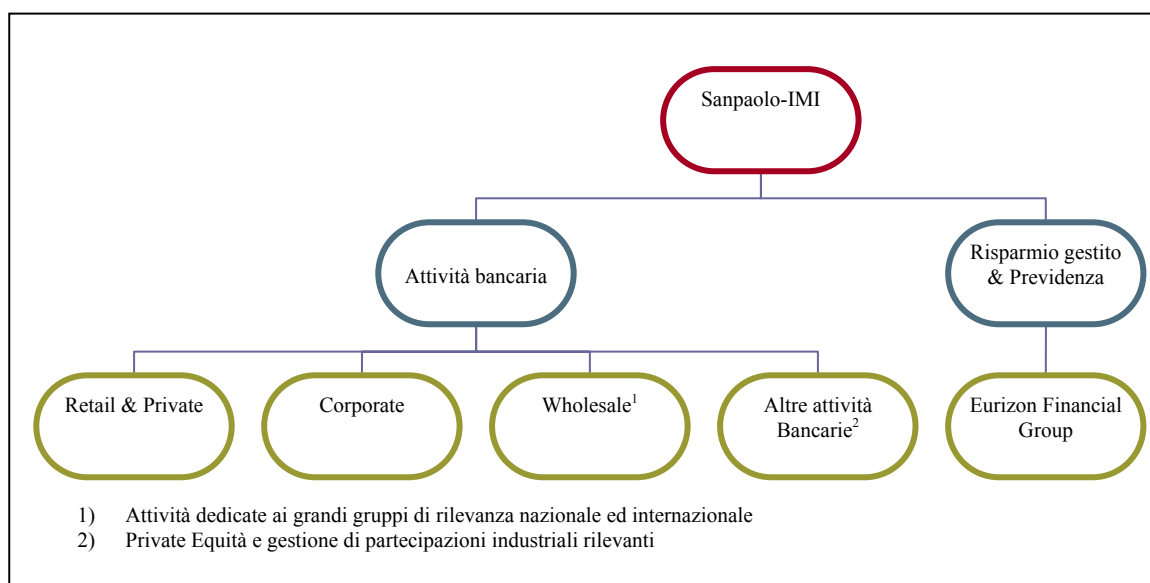
SANPAOLO-IMI

Il Gruppo trae origine da un'iniziativa caritatevole nata nel XVI secolo (1563), a Torino, denominata Compagnia della Fede Cattolica sotto l'invocazione di San Paolo che diventa Monte di Pietà esercitando l'attività di prestito gratuito su pegno a favore dei poveri per sottrarli al ricorso all'usura. E' nell'800 che si verifica la trasformazione in banca abilitata ad applicare interessi.

Nel 1928 la Banca assume la denominazione di Istituto San Paolo di Torino – Beneficenza e Credito e partecipa alla ricostruzione del sistema industriale nazionale divenendo Istituto di credito di diritto pubblico. Il processo di privatizzazione inizia nel 1992 e si completa nel 1997 con la trasformazione in S.p.A. e nel 1998 si fonde con l'IMI (l'Istituto Mobiliare Italiano) con contestuale assunzione della denominazione Sanpaolo-IMI. L'espansione del Gruppo procede con l'acquisizione, fra gli altri, del Banco di Napoli nel 2000 cui seguiranno negli anni successivi altre acquisizioni di realtà bancarie locali per giungere nel 2005 ad avviare una nuova riorganizzazione del Gruppo con l'avvento di Eurizon Financial Group.

All'interno di Sanpaolo-IMI si distinguono oggi l'attività bancaria da quella della gestione del risparmio e della previdenza come illustrato nello schema della figura 5.7.

Figura 5.7 – La struttura organizzativa di Sanpaolo-IMI ad agosto 2006



Fonte: www.sanpaolo.it

La Divisione Retail & Private è al servizio della clientela costituita dalle famiglie, dallo small business e dai clienti private, avvalendosi delle banche commerciali del Gruppo, sulla base del modello di Banca Nazionale dei Territori, ispirato al principio "una banca

un territorio" e volto al rafforzamento del legame tra le singole banche-rete e i territori di appartenenza¹⁵⁰.

Dal Bilancio consolidato del Gruppo al 31 dicembre 2005 si rilevano commissioni nette per 3.408 milioni di euro di cui 26 milioni di euro rivenienti da attività di consulenza non meglio ulteriormente specificata. Tuttavia, da una lettura comparata della Nota integrativa si può desumere che tali ritorni siano dovuti principalmente a consulenze fornite in tema di corporate banking, operazioni di finanza straordinaria ed infra-gruppo.

L'indagine campionaria svolta attraverso i Bilanci al 31 dicembre 2005, i cui risultati sono sintetizzati nella tabella 5.1, consente di affermare che la redditività delle private banks operanti in Italia deriva principalmente dalle commissioni applicate nell'ambito dell'asset management che rimane il *core business* dell'intero sistema bancario e finanziario italiano¹⁵¹.

¹⁵⁰ In particolare, le regioni del Centro Nord e le Isole sono presidiate dalla rete Sanpaolo, nell'Italia Meridionale opera Sanpaolo Banco di Napoli, mentre nel Nord Est e nella dorsale adriatica sono concentrate Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, Cassa di Risparmio in Bologna, Cassa di Risparmio di Venezia, Friulcassa e Sanpaolo Banca dell'Adriatico. Nella predetta linea di business è altresì inclusa Neos Banca, società specializzata nel credito al consumo.

¹⁵¹ Si rimanda al capitolo 1 del presente lavoro.

Tabella 5.1 – Sintesi dei risultati ottenuti dall'indagine di bilancio al 31/12/2005

Gruppo	Presenta una Divisione Private Banking o Wealth Management?	Commissioni attive nette generate dalla divisione Private Banking o Wealth Management (dati in milioni)	Commissioni nette di Gruppo (dati in milioni)	Commissioni per attività di consulenza (dati in milioni)	
				Rivenienti dalla Divisione Private o Wealth Management	Rivenienti dall'attività del Gruppo
Banca Aletti	<i>No</i>	n.d.	€ 70,960	n.d.	€ 0,576
Banca Intesa	<i>Sì</i>	n.d.	€ 3.904	n.d.	€ 8
Banca Sella	<i>No</i>	n.d.	€ 194,788	n.d.	€ 1,058
Credit Suisse	<i>Sì</i>	CHF 5,054	CHF 14,617	n.d.	n.d.
Deutsche Bank	<i>Sì</i>	n.d.	€ 215,6	0	0
Sanpaolo-IMI	<i>Sì</i>	n.d.	€ 3.408	n.d.	€ 26
UBS	<i>Sì</i>	n.d.	CHF 21,436	n.d.	CHF 5,310
Unicredit	<i>Sì</i>	€ 1.248	€ 4.372	n.d.	€ 1,987

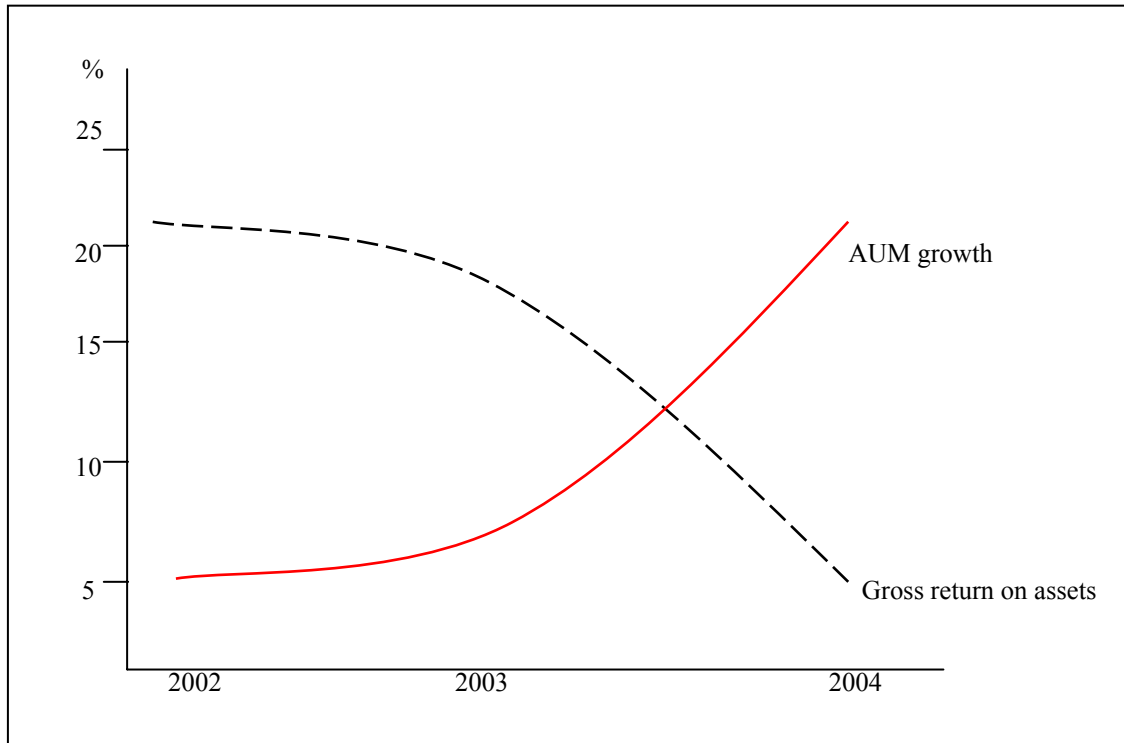
Fonte: Nostra elaborazione su dati di Bilancio al 31.12.2005

5.2 – L'esigenza di rivisitazione dell'offerta consulenziale su beni non finanziari in Italia e il confronto con l'esperienza di un gruppo internazionale: il caso Citigroup

Nonostante la dimensione del mercato Private e le sue potenzialità in Italia e in Europa siano nei prossimi anni previsti in crescita¹⁵² gli operatori dovranno rivedere nei termini commissionali le modalità di offerta consulenziale relativamente ai beni non finanziari in quanto non potranno ragionevolmente permettersi di affrontare gratuitamente l'erogazione di tale servizio.

Infatti l'incremento concorrenziale che si avverte nell'intero sistema bancario e finanziario, e quindi anche nel settore del Private Banking, ha portato nel corso del tempo ad una progressiva contrazione dei margini derivanti dalle gestioni dei patrimoni finanziari¹⁵³, come rappresentato nella successiva figura 5.8, tale da ricercare fonti alternative di ricavi.

Figura 5.8 – Trend di profittabilità nel periodo 2002-2004 nell'asset management europeo



Fonte: IBM Business Consulting Services, *European Wealth and Private Banking Industry Survey 2005, Profitability and growth*, pag. 70

¹⁵² PWC, *Forum Internazionale del Private Banking, Evoluzione del settore e strategie competitive – Europa vs Mondo*, Milano, 21 settembre 2005

¹⁵³ Si veda a tale proposito anche il capitolo 1 del presente lavoro

L'incremento della concorrenza nel segmento del private banking italiano ha avuto quale primo impatto la proliferazione di prodotti e servizi con cui le banche hanno cercato di differenziarsi; ma tale decisione comporta il sostenimento di costi crescenti soprattutto in una fase di maturazione del mercato dove il tasso di successo è mediamente basso e 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 soggetti¹⁵⁴. In un simile contesto la principale leva concorrenziale diviene il prezzo, il cui progressivo abbattimento penalizza certamente la redditività degli operatori pur non essendo garanzia di mantenimento e d'incremento della numerosità della clientela, come dimostrato anche dall'esame della tabella 5.2 dalla quale si evince che l'onerosità dell'offerta non costituisce la principale causa di abbandono della propria banca, a significare che i clienti Private sono disposti a sostenere costi anche elevati ma a fronte di un'attività di consulenza percepita di buona qualità. Infatti fra le cause principali che determinano la chiusura del rapporto fra istituzione finanziaria e utente riportate nella tabella 5.2 prima del "fattore prezzo" si trova indicata l'insufficiente performance degli investimenti e al secondo posto una scadente attività consulenziale. Un'osservazione più attenta merita invece la "disaffezione al servizio" indicata nella tabella 5.2 come la principale causa di abbandono della propria banca.

Tabella 5.2 – I motivi che spingono i clienti ad abbandonare la propria banca

<i>Classifica</i>	<i>Motivazione</i>
1	Disaffezione al servizio
2	Attività consulenziale scadente
3	Insufficiente performance degli investimenti
4	Prezzo dei prodotti e dei servizi
5	Mancanza di offerta di buoni investimenti
6	Declino dell'immagine della banca

Fonte: IBM Business Consulting Services, European Wealth and Private Banking Industry Survey 2005, pag. 43

¹⁵⁴ *Fonte: Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio, "Marketing e Private Banking", Egea, Milano, anno 2004, pag. 373-374*

I motivi che originano la “*disaffezione al servizio*” 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. Il problema risiede nel fatto che l’investitore nel corso del tempo si evolve spronato dagli stimoli dell’ambiente circostante e dalle proprie esperienze. Se il servizio offerto dalle private banks non è in grado di cogliere preventivamente tali cambiamenti e di adeguarvisi tempestivamente stimolando, coinvolgendo e appassionando ex-novo l’interesse del cliente, potrebbe verificarsi il depauperamento del rapporto. I prodotti finanziari non sono in grado a causa principalmente della loro standardizzazione di garantire una personalizzazione dinamica dell’offerta, ottenibile invece attraverso un’adeguata consulenza che comprenda anche tematiche estranee all’ambito finanziario.

Per gli operatori che quindi vorranno differenziarsi nel segmento del private banking risulterà importante offrire una consulenza in beni non finanziari con alto valore aggiunto, valutando e ponderando le scelte operative tenendo conto di alcuni aspetti rilevanti fra i quali¹⁵⁵ 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 proposte. Si dovrà inoltre porre attenzione agli strumenti, i modelli e le tecniche di marketing predisposte per sviluppare il business, il tipo di approccio promozionale prescelto per individuare il target ottimale di clientela, il grado di penetrazione attuale sul mercato e l’obiettivo in budget, le reazioni dei competitors non solo di matrice finanziaria¹⁵⁶, le forme di intervento sistematico attuate con riferimento ai beni non finanziari quali organizzazioni di aste, mostre, pubblicazioni e sponsorizzazioni di eventi ed in particolare le alleanze e le integrazioni per completare e rendere sostenibile una consulenza a 360°.

¹⁵⁵ G. Santorsola, “*Il private banking artistico*”, in “Periodico Banca Europa”, n. 20, novembre 2002, www.bancaeuropa.org

¹⁵⁶ In un regime di concorrenza è ipotizzabile che operatori del settore dei beni di lusso quali moda, auto o real estate entrino nel mondo finanziario per sviluppare servizi di gestione patrimoniale per i propri clienti private.

Un esempio di private bank operativa a livello mondiale, impegnata anche nella prestazione di consulenza a pagamento in tema di beni non finanziari è fornito da Citibank.

Nata nel 1812 la City Bank of New York, oggi nota semplicemente come Citibank è cresciuta e prosperata nel corso degli anni fino a divenire uno dei più importanti player al mondo in diversi settori di attività. Nel 1998 nasce Citigroup Inc. che oggi può contare su oltre 200 milioni di clienti con una presenza in più di 100 paesi attraverso i marchi che sono riportati nella figura 5.9.

Figura 5.9 – I brands di Citigroup Inc. a luglio 2006

Fonte: www.citigroup.com

Fin dal 1979 Citibank Private Banking è in grado di offrire alla propria clientela un servizio di art advisory che consente di personalizzare le strategie di costruzione o smantellamento di collezioni, identificare opportunità di acquisto in tutto il mondo, svolgere ricerche di attribuzione delle opere e valutazione oltre che identificare piani

assicurativi e di conservazione più appropriati, catalogazione dei beni e trasporto sicuro¹⁵⁷.

Un altro interessante servizio offerto riguarda la gestione delle residenze e proprietà immobiliari della clientela Private (*Multiple residence and farm advisory service*) che prevede, fra l'altro, una catalogazione fotografica di tutto l'arredamento di valore presente nelle abitazioni, la creazione di un calendario di interventi periodici relativi alla manutenzione delle case e dei poderi fino ad arrivare a definire i compiti e i ruoli del personale di servizio¹⁵⁸.

Con il *Family advisory practice*, Citibank è in grado di offrire una pianificazione globale della ricchezza (non solo finanziaria) della famiglia in un'ottica di lungo periodo avendo cura degli ambiti successori e passaggi generazionali mentre per coloro che sono interessati e dediti ad attività con finalità filantropiche è attivo il *Philanthropic advisory service*¹⁵⁹.

Analizzando il Bilancio al 31 dicembre 2005 di Citigroup Inc. si evince che la divisione Global Wealth Management ha registrato un utile pari a 1.2 miliardi di dollari (quasi il 6% dell'ammontare totale del reddito complessivo) a fronte di un fatturato di \$ 8.7 miliardi¹⁶⁰. Questo dato è estremamente interessante non solo dal punto di vista quantitativo ma soprattutto dal lato qualitativo in quanto evidenzia una netta differenza d'impostazione relazionale con la clientela rispetto alle private banks operanti in Italia esaminate nel § 5.1. Infatti mentre queste ultime offrono gratuitamente i propri servizi di consulenza compresa quella relativa al settore dell'arte, Citibank applica alla propria clientela una commissione su ogni operazione di compravendita avente ad oggetto beni non finanziari e in aggiunta richiede ogni anno una "commissione di gestione" calcolata sull'entità del patrimonio investito in asset fisici che varia a seconda dello scopo dell'intervento richiesto, delle dimensioni e dell'ubicazione del bene (se presso il cliente o depositata presso la banca, se in patria o all'estero e via dicendo)¹⁶¹.

¹⁵⁷ www.citigroup.com/privatebanking

¹⁵⁸ www.citigroup.com

¹⁵⁹ www.citigroup.com

¹⁶⁰ Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2005 di Citigroup, www.citigroup.com

¹⁶¹ www.citigroup.com/advisoryservicecitigroup

Ovviamente la possibilità di richiedere un pagamento per ogni intervento consulenziale richiede una notevole maturità del target di clientela servito ma soprattutto un'offerta professionale, oggettiva ed esente da ogni possibile sospetto di conflitto di interesse. Proprio per ovviare a quest'ultimo critico aspetto nel corso del 2005 Citigroup ha venduto la propria divisione interna di asset management alla Legg Mason¹⁶² con la quale ha stipulato nel contempo un accordo di sub-advisory¹⁶³ nell'intento di affermare con chiarezza che la finalità della divisione Global Wealth Management è esclusivamente la soddisfazione a 360° delle esigenze avvertite dal cliente. In tal senso coloro che si rivolgono a Citibank Private Banking sono supportati nelle proprie decisioni di investimento dall'advisor di Smith Barney, introdotto nel 2005, che assolve all'unico scopo di consigliare ed aiutare il cliente a decidere sulle scelte da effettuarsi; il costo del servizio non è peraltro commisurato alla numerosità delle operazioni compiute¹⁶⁴ bensì alla dimensione del patrimonio complessivo oggetto di analisi. Accanto alla figura di Smith Barney, Citibank Private Banking si avvale anche di networks di collaboratori esterni operanti sulla base di altrettanti contratti di sub-advisory al fine di poter offrire consulenza e servizi nel settore del real estate, oro, diamanti, opere d'arte, fiscalità e normativa d'azienda, sponsorizzazioni ed altro.

L'importanza strategica riconosciuta da Citibank Private Banking ai beni non finanziari nella costruzione di un portafoglio efficiente¹⁶⁵ è confermata dall'attenzione posta alla fase di check-up del cliente attraverso l'utilizzo del questionario riportato nella figura 5.10 che è di supporto all'individuazione della soglia patrimoniale che un investitore dovrebbe essere in grado di mantenere investita in asset non finanziari.

¹⁶² Legg Mason è una società leader nell'offerta di servizi di sub-advisory per istituzioni finanziarie, società di gestione di fondi comuni di investimento, società assicurative che vogliono soddisfare al meglio le esigenze avvertite dalla propria clientela. La posizione di leadership e la forza della società consentono a Legg Mason di offrire servizi di sub-advisory in un ampio raggio di attività nei prodotti finanziari incluso la costituzione di rendite, prodotti assicurativi, fondi comuni di investimento, redazione di pianificazioni finanziarie con finalità di contenimento delle spese, creazione di un capitale per i figli o la scelta del college. *Fonte: www.leggmason.com*

¹⁶³ Il termine sub-advisory può essere tradotto in italiano con "esternalizzazione" o "delega all'esterno".

¹⁶⁴ Anche questo aspetto è importante: se il costo fosse proporzionale alla numerosità delle operazioni compiute potrebbe sorgere il sospetto di un conflitto di interesse tale da spingere Smith Barney a consigliare il più elevato numero di operazioni possibili per massimizzare il ritorno per il gruppo.

¹⁶⁵ Si rimanda al capitolo 3 del presente lavoro

Figura 5.10 – Il questionario utilizzato dai private bankers di Citigroup per individuare la quota di patrimonio investibile in beni non finanziari

Domanda 1 – Il suo orizzonte di investimento è pari a 5-10 anni o più?

Sì No

Domanda 2 – Dopo aver fatto fronte alle prevedibili spese, ha ancora sufficienti disponibilità liquide?

Sì No

Domanda 3 – Possiede riserve sufficienti necessarie per affrontare un evento imprevisto che comporta un certo dispendio di denaro?

Sì No

Domanda 4 – Prenderebbe in considerazione la possibilità di estendere l’orizzonte temporale di investimento di altri 2 anni nel caso in cui i mercati dovessero avere un andamento ribassista?

Sì No

Domanda 5 – Tollera l’incertezza e il rischio ed è poco probabile che diventerà molto intollerante al rischio?

Sì No

Domanda 6 – Possiede sufficiente esperienza (almeno 5 anni con un’esposizione al mercato di circa il 30%) nei confronti degli investimenti volatili quali le azioni?

Sì No

Domanda 7 – Possiede un’esperienza rilevante (di almeno 7 anni) negli investimenti di portafoglio illiquidi, ad esempio attraverso la gestione della propria azienda oppure essendo proprietari di immobili messi a reddito?

Sì No

Domanda 8 – Ha un livello di tolleranza al rischio tra moderata ed alta? Accetta di mettere in conto l’incertezza del mercato e dell’economia e gli investimenti privi di liquidità?

Sì No

Domanda 9 – Ha un orizzonte temporale di investimento di lungo termine (12 anni o più)?

Sì No

Fonte: Citigroup private banking

Il questionario proposto nella figura 5.10 non è ovviamente sufficiente a mappare la ricchezza complessiva della clientela private né adatto per comprenderne gli obiettivi di investimento ma ha il solo scopo di individuare se l'approccio ai beni non finanziari sia affrontabile serenamente dall'investitore e con quale peso sul patrimonio complessivo¹⁶⁶. La fase di somministrazione alla clientela risulta particolarmente agevole considerando l'esiguo numero di domande proposte (9 in totale) che sono scomponibili in due batterie. Se le risposte alle prime sei domande sono tutti "no" significa che il cliente non è dotato di alcuna propensione all'investimento potenzialmente illiquido e pertanto non si procede con la successiva analisi. Viceversa se fra le risposte fornite alle domande che vanno dalla numero 7 alla 9 se ne registrano alcune negative allora il livello di propensione dell'investitore nei confronti dell'investimento illiquido non dovrebbe superare orientativamente il 10% del patrimonio; in caso invece di risposte tutte affermative si può arrivare anche ad una quota compresa fra il 20%-30% della ricchezza complessiva da destinarsi ai beni non finanziari.

Il ruolo del private banker anche in questo caso risulta cruciale in quanto dovrà essere abile nel cercare di valutare quali risposte siano dettate dall'emotività o in generale da esternalità e quali invece rispecchino effettivamente la propensione al rischio dell'investitore. Tale capacità non può prescindere da una conoscenza approfondita della vita professionale e personale del cliente e pertanto i migliori risultati si potranno ottenere solo a seguito di una relazione costruita nel tempo e basata su una solida e reciproca fiducia.

¹⁶⁶ Gli obiettivi perseguiti attraverso l'utilizzo del questionario riportato nella figura 5.10 sono già stati integrati nel ben più ampio ed articolato questionario di rilevazione delle esigenze del cliente private proposto nel capitolo 2 del presente lavoro.

5.3 – L’adozione dei modelli di sub-advisory nel contesto della consulenza offerta sui beni non finanziari

Le tipologie contrattuali di sub-advisory più diffuse in Europa sono state individuate in un sondaggio condotto nel 2005 da PWM Financial Times in collaborazione con Goldman Sachs Asset Management¹⁶⁷ relativamente all’attività di gestione dei patrimoni finanziari.

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 derivante da strutture organizzative snelle, il bisogno di colmare o più semplicemente integrare le competenze interne al gruppo con un professionale apporto dall’esterno.

I cinque modelli riassunti nella successiva tabella 5.3 rappresentano attualmente i contratti di sub-advisory più diffusi nell’ambito del risparmio gestito in Europa.

Tabella 5.3 – I modelli di sub-advisory utilizzati in Europa

<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>
When a bank decides to delegate the management of a fund to an external asset manager. This is the sub-advisory in its simplest form	When a bank offers multi-manager funds to its clients. The bank choose, monitor, combine and juggle relationships with several managers for one asset class.	A bank chooses a fund from a sub-adviser and adds it to its product range branded under its own names.	A bank delegates the currency management of a fund to a sub-adviser. The bank might retain responsibility for the asset allocation of the portfolio but the sub-adviser decides on currencies.	A bank manages one of its funds following a model portfolio provided by a sub-adviser. This is especially attractive in countries where banks are not allowed to delegate the management of funds to third parties.

Fonte: GSAM- 2005

¹⁶⁷ <http://www.pwmnet.com/news/fullstory.php/aid/1484/>

Dopo una breve descrizione delle modalità di implementazione di ciascun modello elencato nella tabella 5.3 l'obiettivo del presente paragrafo sarà verificarne l'adattabilità all'offerta consulenziale in beni non finanziari esaminandone vantaggi e limiti operativi per giungere, se possibile, a stabilire quale risulti maggiormente efficiente nella costruzione della catena relazionale banca-private banker- cliente.

La forma più semplice di sub-advisory è la *Fund Management Delegation* traducibile come “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 asset¹⁶⁸.

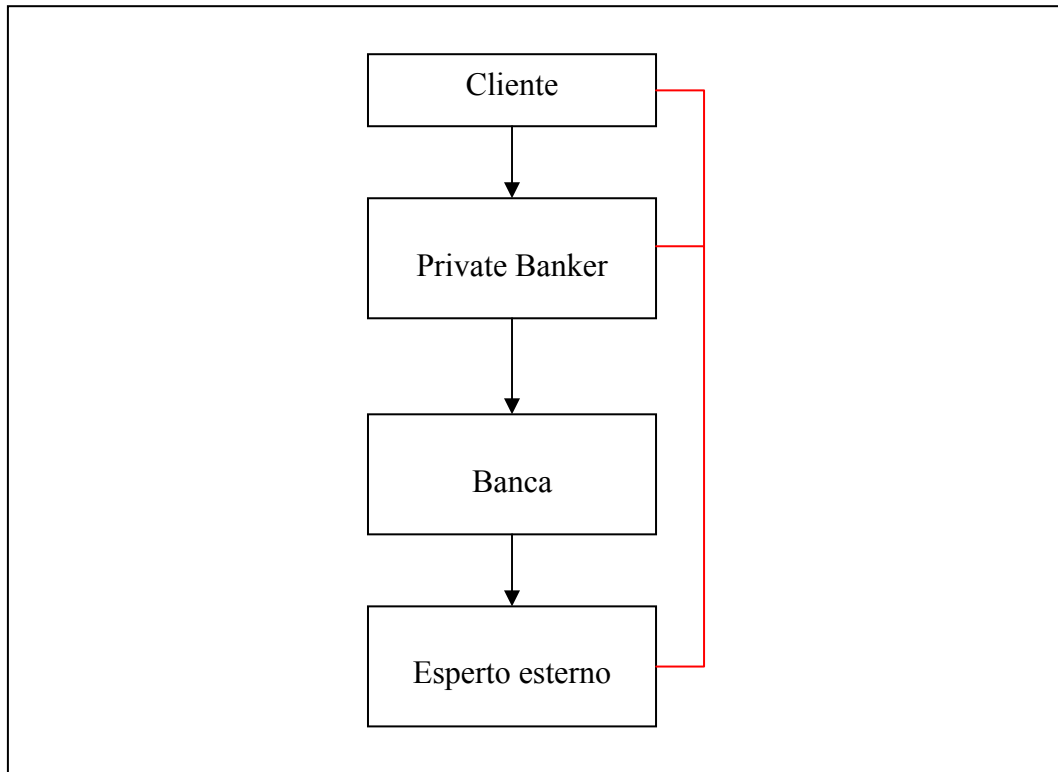
In tema di consulenza su beni non finanziari una simile struttura organizzativa può individuarsi nel momento in cui una private bank si avvalga di collaboratori esterni individuati a monte per affrontare argomenti inerenti l'arte, il settore real estate o in generale ogni ambito che esuli dal finanziario. 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 siglato.

Il vantaggio principale derivante dall'adozione della “Delega di gestione” è la possibilità per la banca di fornire assistenza e consulenza in qualsiasi ambito richiesto dal cliente senza la necessità di costituire un team interno di esperti evitando la generazione di un centro di costo permanente; inoltre essendo già individuato il delegato ed essendo già siglato un contratto fra le parti non si corre il rischio di perdere tempo nella ricerca di specialisti sul mercato riuscendo a risultare tempestivi nell'evadere 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.

La figura 5.11 schematizza l'utilizzo della “Delega di gestione” adattata alla consulenza offerta nel campo dei beni non finanziari.

¹⁶⁸ Si rimanda alle definizioni fornite dall'art. 1 del D.Lgs. 58/98 e succ. mod., c.d. Testo Unico della Finanza.

Figura 5.11 – Esempio di “Delega di gestione” nella consulenza non finanziaria



Fonte: nostra elaborazione

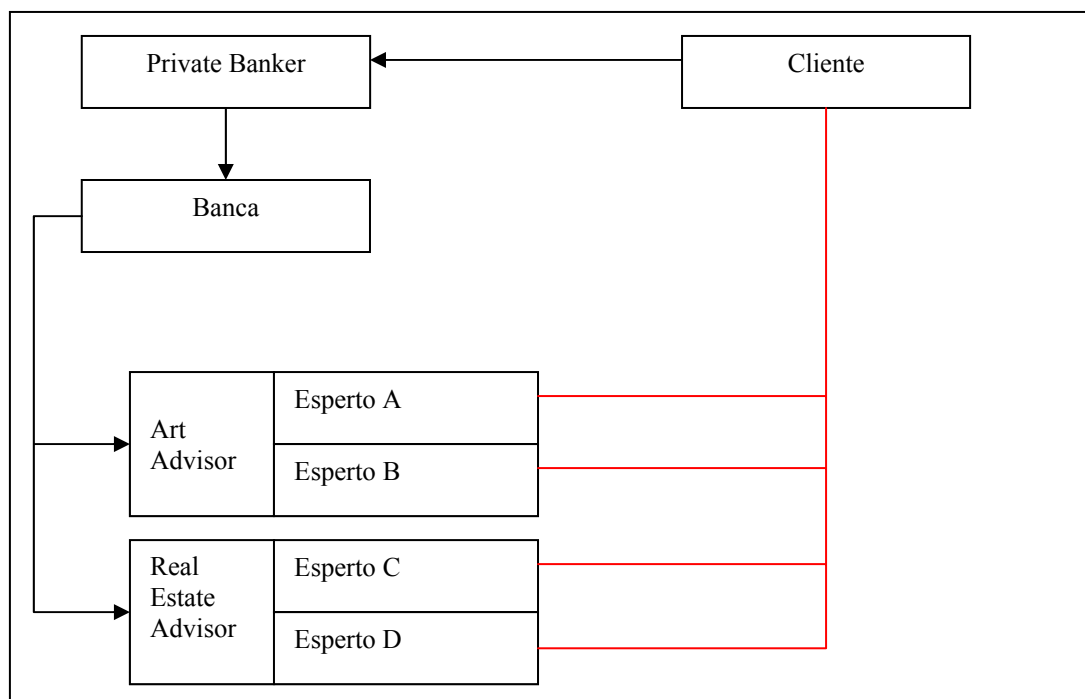
Dall'esame della figura 5.11 si evince che il cliente attraverso la filiera private banker-banca giunge in contatto diretto con l'adviser e questo è necessario nell'ambito dei beni non finanziari al fine di offrire una consulenza il più possibile personalizzata e mirata agli obiettivi finali dell'investitore. In questo modo di procedere il cliente ha quindi la possibilità di testare personalmente e direttamente la competenza e l'abilità dello specialista. Il rischio che si viene a delineare sia per la banca che per il private banker è quello di essere visti nell'ambito consulenziale non finanziario come dei semplici intermediari scavalcabili ed eliminabili all'indomani della relazione venutasi a creare con l'adviser. Una situazione certamente poco piacevole alla luce del fatto che nell'attuale contesto di mercato italiano questo tipo di consulenza non è per la private 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 addirittura quello di gestione diretta di patrimoni arrivando ad aggredire la clientela private della banca.

Il *Multi-manager arrangements* (approccio multimanager) è identificabile quando una banca si impegna a 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 5.12 schematizza l'utilizzo di tale tipologia contrattuale con riferimento alla consulenza su beni non finanziari che presenta vantaggi e limiti già esaminati con riferimento alla "Delega di gestione" ma con alcune significative varianti.

Figura 5.12 – Esempio di struttura “multi-manager” nella consulenza su beni non finanziari



Fonte: nostra elaborazione

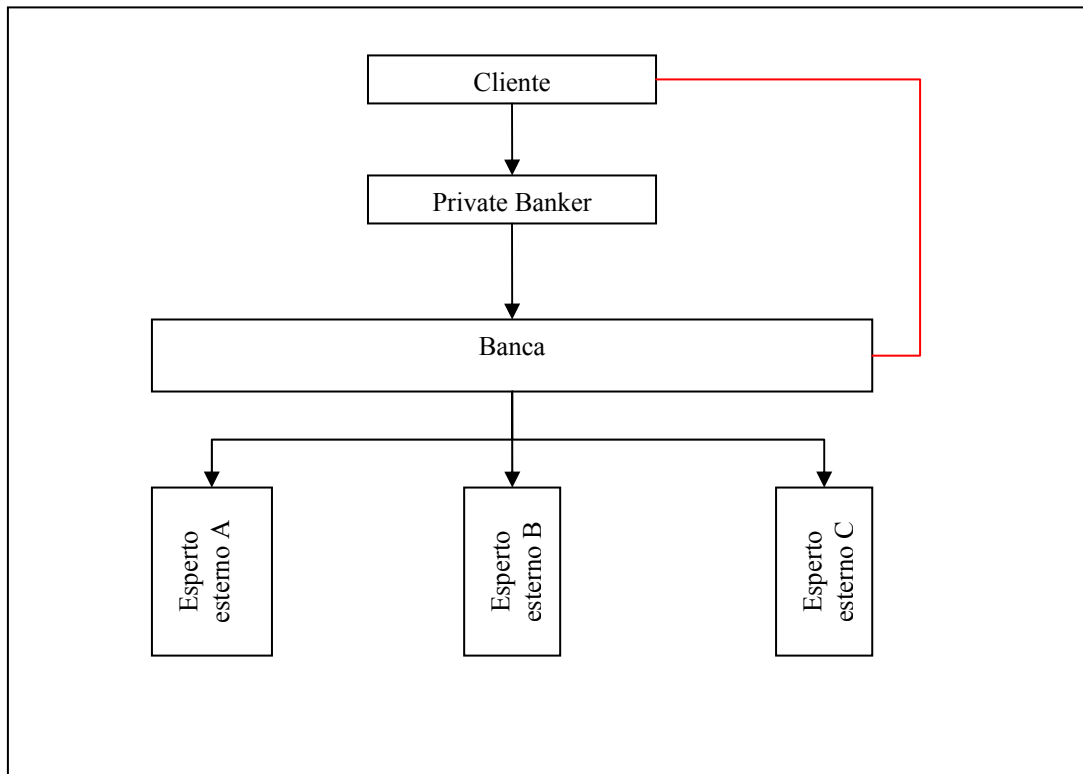
Con l'adozione di una struttura simile a quella proposta nella figura 5.12 il delegante è chiamato a scegliere quale adviser coinvolgere a seconda della problematica proposta dall'investitore provocando necessariamente un allungamento dei tempi di evasione e di risposta alla richiesta dell'investitore. Nel contempo è anche più difficile ipotizzare che il cliente si "affezioni" ad un esperto in particolare, nonostante il contatto diretto fra i due soggetti, dal momento che il delegante può proporre adviser 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 advisor ritenuto necessario al fine di poter individuare l'esperto considerato più adatto ad intervenire in relazione alla specifica richiesta.

La tipologia contrattuale definita *White Labelling* o *Range completion* consiste nella commercializzazione con il marchio del delegante di prodotti ideati e gestiti da terzi. E' una strategia particolarmente utilizzata sia in Europa sia negli Stati Uniti (esempi ne sono Citigroup, JP Morgan, ABN Amro) in quanto oltre ad essere semplice da realizzarsi consente al delegante di offrire alla propria clientela una vasta gamma di prodotti e servizi senza dover affrontare direttamente 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. I nomi degli 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 o essere considerata una commodity richiedendo una relazione e un coinvolgimento diretto fra adviser e cliente, situazione che non è ravvisabile in un contratto di *white labelling* come rappresentato nella figura 5.13.

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 5.13 – L’adozione del “white labelling” nella consulenza avente ad oggetto beni non finanziari



Fonte: nostra elaborazione

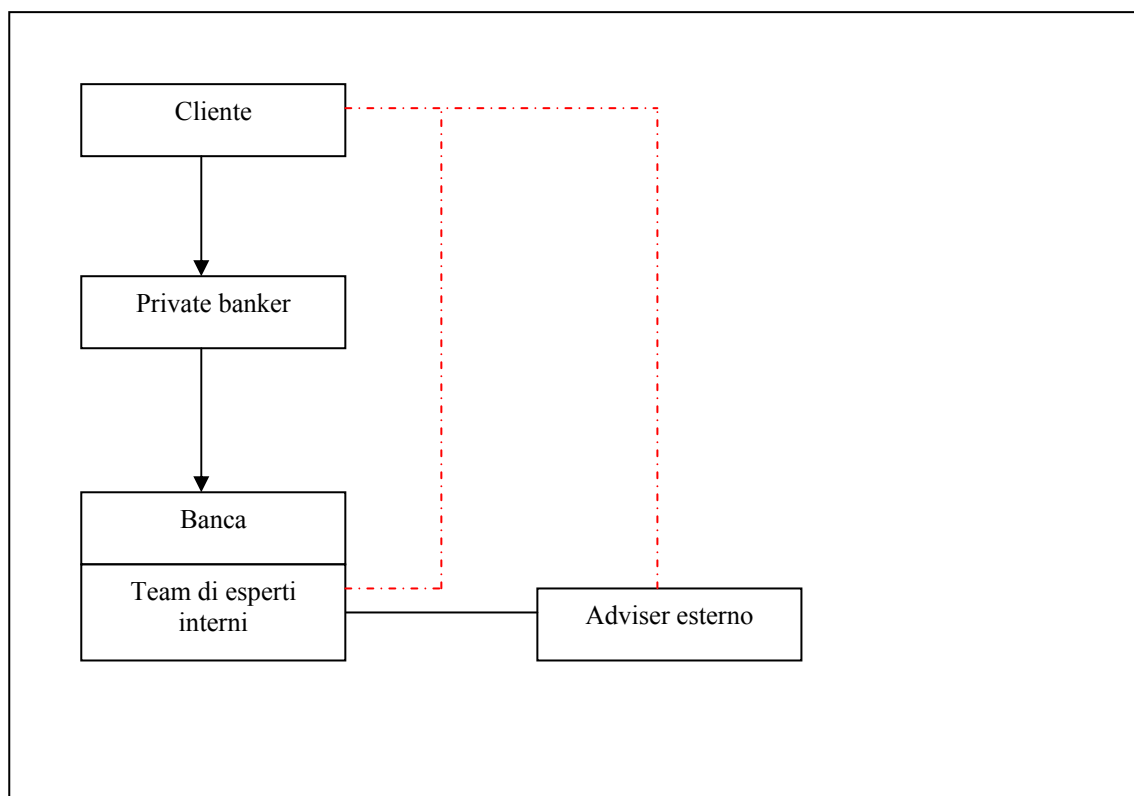
Attraverso il contratto di sub-advisory definito *Currency overlay* una banca delega la gestione ad un terzo soggetto mantenendo però accentrata la responsabilità e le decisioni relative all’asset allocation strategica mentre risulteranno di competenza del delegato le scelte relative alla gestione tattica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

Adattare questa strategia all’offerta consulenziale su beni non finanziari è certamente complesso in quanto presupporrebbe la preventiva distinzione fra decisioni strategiche e tattiche. Questa situazione è identificabile nel momento in cui la private bank stabilisce 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 all’adviser un ruolo meramente esecutivo. Sarebbe 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’adviser che non avrebbe voce in capitolo nelle scelte operate.

La prima osservazione che si può sollevare circa l'adozione di una simile soluzione riguardano la sostanziale inutilità dell'adviser il quale assomiglia più ad un mercenario che ad un esperto capace di apportare valore aggiunto alla fase consulenziale. Inoltre è elevata la possibilità di incappare in conflitti di interesse in quanto le scelte effettuate dalla banca potrebbero essere viziate da situazioni non prettamente coerenti con una soluzione oggettiva alle 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 5.14.

Figura 5.14 – 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.

Dall'esame della successiva tabella 5.4, 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 la “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, minimizzando eventuali conflitti di interesse, elementi che non sono invece garantiti attraverso le forme della “currency overlay” e della “model portfolio”.

Non si ritiene possibile né tanto meno utile eseguire una classificazione ai fini di individuare la forma di sub-advisory “migliore” 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 strat-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 ai beni non finanziari e che non ritengono opportuno (a causa ad esempio 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 sia il rischio di perdere nel frattempo importanti quote di mercato.

Tabella 5.4 – 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	<p>* assenza di un team interno di esperti e del relativo centro di costo;</p> <p>* tempi brevi di risposta alle richieste della clientela essendo preventivamente individuato l’adviser di riferimento;</p>	<p>* assenza di un team di esperti interno e del relativo centro di costo;</p> <p>* tempi di risposta relativamente brevi alle richieste della clientela essendo preventivamente individuati gli adviser;</p> <p>* possibilità di scegliere fra più adviser;</p> <p>* il ruolo della banca e del private banker sono percepiti “necessari”;</p>	<p>* assenza di un team interno di esperti e del relativo centro di costo;</p> <p>* tempi di risposta relativamente brevi essendo individuato/i a monte il/i delegato/i;</p> <p>* la banca e il private banker non possono essere by-passati;</p>	<p>* la banca private indirizza l’adviser nella soluzione alle richieste della clientela;</p> <p>* la figura dell’adviser non è percepita dal cliente se non in misura minimale;</p>	<p>* assenza di un team di esperti interno e del relativo centro di costo;</p> <p>* possibilità di aggirare eventuali limiti legislativi all’adozione di contratti in delega;</p>
Limiti	<p>* il contatto diretto cliente e adviser potrebbe rappresentare una potenziale minaccia al rapporto di fiducia esistente fra banca (e private banker) e cliente;</p> <p>* la banca private e il private banker rischiano di essere by-passati in eventuali consulenze successive non strettamente legate all’ambito non finanziario;</p>	<p>* il contatto diretto adviser e cliente potrebbe rappresentare una potenziale minaccia al rapporto di fiducia esistente fra banca (e private banker) e clientela;</p> <p>* la banca private e il private banker rischiano di essere by-passati in eventuali consulenze successive non strettamente legate all’ambito non finanziario;</p>	<p>* 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;</p>	<p>* necessità di un team interno di esperti e attivazione del relativo centro di costo;</p> <p>* scarso valore aggiunto offerto dall’adviser;</p> <p>* possibilità di palesi conflitti di interesse;</p> <p>* attenzione all’eventuale contatto cliente-adviser;</p> <p>* tempistica di risposta potenzialmente ritardata;</p>	<p>* la gestione passiva non è adottabile né adattabile all’attività di consulenza in quanto comporta inevitabilmente un’offerta standardizzata;</p> <p>* le esigenze di un cliente non sono replicabili per altri soggetti;</p> <p>* tempistica di risposta non immediata;</p>
Difficoltà di attuazione	Bassa	Media	Elevata	Bassa	Medio/bassa

Fonte: Nostra elaborazione

L'utilizzo della "delega di gestione" inoltre consente di mantenere la struttura organizzativa della banca flessibile e dinamica e di saggiare gradualmente vari mercati (per esempio prima il mercato dell'arte e in un secondo momento quello dell'oro) 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 5.4, il problema fondamentale è far percepire il delegato appartenente alla struttura e non come esterno. Al fine di adottare in maniera efficiente tale strategia alla banca private si presentano principalmente due soluzioni, entrambe costose:

- stringere accordi di collaborazione in esclusiva con adviser 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 concorrenza endogena in grado di minare le fondamenta del *wealth management* ovvero la fiducia.

CONCLUSIONI

L'analisi condotta nei precedenti capitoli consente di effettuare alcune valutazioni conclusive sull'utilizzo dei beni non finanziari in un'ottica di *wealth management* e qualche previsione sulle potenzialità di sviluppo dell'offerta, con particolare riferimento all'esperienza italiana.

Inevitabilmente occorre partire dall'osservazione che il mercato bancario e finanziario italiano ed europeo è caratterizzato da un progressivo incremento concorrenziale, riguardante anche il *private banking*, che ha comportato e provocherà anche negli anni futuri una progressiva contrazione dei margini e la conseguente necessità di ricercare nuove fonti di ricavo. Una prima risposta a tale problematica è stata il raggiungimento di dimensioni tali da poter competere sui mercati internazionali attraverso processi di fusione e di acquisizione, cui è stato abbinato lo sforzo di aumentare notevolmente la numerosità e la varietà dei prodotti offerti nell'intento di affascinare la clientela prospettando accattivanti performance¹⁶⁹.

Il rischio che si corre in questo contesto è quello di preoccuparsi essenzialmente di ottenere una performance reddituale nel breve periodo, che è certamente un elemento importante ma non basilare al fine di ottenere la piena e completa soddisfazione del cliente. E non bisogna dimenticare che un cliente soddisfatto è anche affezionato.

Per raggiungere la *customer satisfaction* occorre procedere con un'analisi attenta e minuziosa della vita personale e lavorativa dell'investitore, della sua ricchezza complessiva non solo di natura finanziaria, al fine di offrire una consulenza personalizzata e duratura nel tempo nonché rispettosa degli obiettivi e finalità della famiglia di appartenenza. Infatti, la soddisfazione delle esigenze del singolo non può contrastare con gli intenti e i valori dell'istituzione di cui è parte.

¹⁶⁹ In Italia, ad agosto 2006, il patrimonio gestito netto in OICR risultava così ripartito: 9,28% in fondi monetari, 32,56% in fondi obbligazionari, 21,37% in fondi bilanciati, 15,44% in fondi azionari, 5,77% in fondi flessibili, 2,67% in fondi speculativi (*hedge funds*) e il 12,91% in fondi non classificati (*total return*). Da osservare che in tre anni la categoria dei fondi *hedge* ha incrementato il proprio peso del 500% passando dallo 0,54% di agosto 2003 al 2,67% di agosto 2006. Altro dato significativo è la quota gestita attraverso i fondi *total return* superiore ai fondi monetari. *Fonte: Assogestioni*

Questo risultato non è scontato si realizzi automaticamente in quanto gli individualismi potrebbero non essere facilmente amalgamabili; il *private banker* dovrebbe pertanto impostare la relazione procedendo con passi successivi.

La prima mossa dovrebbe consistere nel conoscere la famiglia nel suo insieme attraverso, ad esempio, una riunione allargata al fine di avere una visione unitaria, intavolando un dialogo generico senza spingersi ad esaminare i dettagli delle esigenze dei singoli membri. In questa fase il *private banker* dovrebbe svolgere il ruolo di recettore ovvero percepire e registrare i principi e le regole sui quali poggia l'istituzione familiare. In un secondo tempo si dovrebbe procedere con colloqui individuali al fine di conoscere nel dettaglio ogni singolo membro appuntandone i desideri, gli obiettivi, le disponibilità patrimoniali e, in un terzo momento, rielaborare tutti i dati raccolti al fine di verificare se possa essere identificata qualche "voce fuori dal coro" al fine di poter gestire e pilotare la relazione nella soddisfazione delle singole individualità rispettando l'unitarietà della famiglia.

La personalizzazione dell'offerta, infatti, non può limitarsi al target cioè prodotti e servizi sofisticati e standardizzati per clienti con ingenti disponibilità finanziarie bensì deve condurre alla creazione di un *asset mix* creata sul singolo. Per arrivare a questo, nell'espletamento dell'attività consulenziale, si devono identificare diversi momenti di coinvolgimento del cliente nei quali verrà aiutato ad individuare le proprie priorità in termini di obiettivi e a prendere coscienza dei vincoli esistenti al loro raggiungimento. Il *private banker* tuttavia difficilmente potrà sviluppare competenze altamente specialistiche in tutti i settori nei quali spaziano le richieste espresse dagli investitori; pertanto si può ipotizzare la figura di un consulente capace di collocarsi in una posizione intermedia tra il cliente e gli esperti di ciascun settore. Questo ruolo implica la capacità di comprendere e prevedere le opportunità presenti nei diversi ambiti specifici e di assistere l'investitore nel coordinamento delle proprie scelte.

In considerazione della direzione assunta dal mercato italiano, indirizzato verso un'architettura aperta in cui le soluzioni di investimento sulla carta finiranno per moltiplicarsi e per molti aspetti assomigliarsi fino a divenire beni succedanei, con grande probabilità il successo delle private banks nei prossimi anni sarà determinato dalla comunicazione esercitata verso i propri clienti facoltosi attraverso l'intervento dei

private bankers. Infatti la relazione/comunicazione con la clientela è minata alla base dallo sviluppo della tecnologia la quale porta ad una progressiva disintermediazione con riferimento ad un'offerta standardizzata. Ciò significa che gli investitori desiderano accedere direttamente a prodotti e servizi per i quali non ritengono rilevante il contatto con il consulente e questo si riflette sulle strategie di *pricing* della banca, in quanto l'investitore tende ad attribuire un valore inferiore all'offerta fruibile attraverso la tecnologia ritenendo inutile l'intervento del relationship manager.

Nell'ambito della consulenza su beni non finanziari questa situazione non è ravvisabile in considerazione della loro complessità di analisi e del coinvolgimento emotivo del cliente. Tale situazione introduce l'ipotesi che il filone consulenziale sugli asset fisici con finalità di investimento sia una nuova ed importante fonte di ricavi per le banche.

Nella realtà italiana, come dimostrato dall'analisi empirica condotta nel presente lavoro, gli operatori *private* si sono attivati per offrire una consulenza definibile primitiva sui temi legati agli asset non finanziari, situazione che trova delle parziali giustificazioni direttamente nel mercato di riferimento.

Un primo importante problema riguarda infatti la definizione ed individuazione dei veri clienti *private*. Infatti la numerosità degli U-HNWI italiani risulta particolarmente contenuta rispetto ai dati disponibili con riferimento ad altre aree geografiche quali, ad esempio, il Nord America o le dinamiche ed intraprendenti Cina, Russia ed India. L'offerta delle *private banks* italiane si è pertanto indirizzata verso la 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 del segmento degli ultra-ricchi potrebbe verosimilmente condizionare negativamente lo sviluppo in Italia di una vera offerta del tipo *wealth management*. Tuttavia la visione strategica ed operativa nel contesto attuale non deve e non può più rimanere all'interno dei confini domestici ma assumere quanto meno una dimensione europea.

La consulenza in Italia su beni non finanziari si concentra principalmente sul *trust*, sulla costituzione di fondazioni e fiduciarie, sugli aspetti legati agli ambiti legale e fiscale. Relativamente invece agli asset fisici con finalità di investimento l'offerta risulta inadeguata ed incompleta se analizzata alla luce delle logiche imposte dal *wealth management*, in quanto è approcciata essenzialmente attraverso i cosiddetti investimenti

alternativi¹⁷⁰ di natura meramente finanziaria per i quali rimane alla base il problema fondamentale della gestione in monte, che non consente per definizione e modalità operative una personalizzazione dell'offerta.

Nel panorama italiano l'offerta relativa agli asset fisici si limita ad una consulenza gratuita e nel complesso generalista sugli investimenti immobiliari e sul mondo dell'arte attraverso, in alcuni casi, uffici interni dedicati o più frequentemente attraverso il supporto di personale esterno. La finalità di un'attività consulenziale così implementata non è lodevole in quanto l'unico scopo è presidiare il cliente dal lato della gestione finanziaria. Ciò che traspare in maniera abbastanza evidente negli atteggiamenti degli operatori *private* italiani è la non contraddizione del cliente facoltoso anche di fronte a richieste difficilmente realizzabili o, che è peggio, diseconomiche. La logica della soddisfazione del cliente ad ogni costo trova una sua giusta dimensione e collocazione in un'ottica di *wealth management* ma incentrare la relazione su di essa non è necessariamente premiante nel lungo termine. All'autorità dell'investitore *private* si può, e talvolta si deve, contrapporre l'autorevolezza di colui che presta consulenza.

Concentrandosi esclusivamente sull'accondiscendenza alle richieste dei clienti si corre il rischio di perdere di vista l'importante obiettivo raggiungibile attraverso una trattazione ed un approccio più scientifico dell'offerta di beni non finanziari ovvero una maggiore efficienza dei portafogli dei clienti *private*, con l'aggiunta di quello che possiamo genericamente definire l'ottenimento di un "dividendo estetico".

In tale direzione, gli asset fisici quali l'oro, gli immobili, l'arte, il vino e i diamanti esaminati nel presente lavoro, non possono più essere visti come aggregati separati dalle attività finanziarie ma come un universo di investimento che completa l'asset allocation di un portafoglio diversificato a motivo delle loro basse correlazioni con le altre classi di attività. Questa visione di gestione integrata, non semplicemente di buy, modifica l'ottica di valutazione dell'investimento in beni non finanziari che arriva a rispondere a logiche finanziarie tipiche dei mercati dei capitali; questo passaggio 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

¹⁷⁰ Fondi di *private equity*, fondi *hedge*, fondi di fondi *hedge*, gestioni e fondi *total return*.

livello di rischio minimo possibile e tollerabile, obiettivo raggiungibile come dimostrato nel presente lavoro in maniera efficiente attraverso l'utilizzo non casuale e non approssimativo degli asset fisici.

Tuttavia, a differenza delle attività finanziarie è difficile conoscere con certezza¹⁷¹ 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.

Nei prossimi anni, le *private banks* operanti in Italia si troveranno a dover affrontare tre ordini di problematiche:

- 1) difficoltà di integrazione dell'offerta preesistente, di tipo tradizionale, con l'innovazione non solo di prodotto; l'introduzione di nuove procedure e approcci metodologici consulenziali potrà portare a crisi di adattamento causate principalmente da un *modus operandi* consolidato nel tempo. Il fattore umano, le sue competenze e capacità di aggiornamento saranno fondamentali per superare tali limiti evolutivi;
- 2) l'offerta più vasta e più specializzata sia in termini di prodotti che di consulenza necessariamente amplia la gamma dei competitors in quanto per crescere è necessario sottrarre quote di mercato ad altri operatori non necessariamente appartenenti al proprio mercato; per riuscire in tale impresa è indispensabile investire per acquisire il know-how necessario per confrontarsi in aree ad elevata specificità;
- 3) offrire consulenza su temi afferenti ai beni non finanziari richiede una competenza non immediatamente riconosciuta o attribuita dall'esterno. Un collezionista d'arte, ad esempio, avrà certamente un proprio esperto di fiducia cui si rivolgerà prima di dare un incarico alla banca a meno che quest'ultima non riesca a dimostrare e a far percepire al cliente la propria capacità di affrontare le tematiche relative al mondo dell'arte al pari di uno specialista.

Gli operatori *private* che riusciranno ad entrare in maniera professionale nel settore della consulenza su beni non finanziari con finalità d'investimento potranno ottenere notevoli vantaggi in termini sia di quote di mercato che di redditività.

¹⁷¹ La certezza assoluta non esiste neppure con riferimento agli asset finanziari ma sono fattibili delle stime più o meno attendibili.

Relativamente al primo aspetto è indubbio che essere individuati e riconosciuti dal mercato quali offerenti di una consulenza professionale, integrata e non viziata, nei limiti del possibile, da eventuali conflitti di interesse, comporti un incremento di contatti da parte della clientela più facoltosa aumentando le potenzialità di crescita del proprio business. Spostando la visione sui ritorni economici, si ritiene che la consulenza su asset fisici eseguita *ad hoc*, attraverso un'adeguata personalizzazione del servizio, sia esente da logiche di *pricing*. Mentre i prodotti finanziari sono delle commodities, facilmente sostituibili e ampiamente disponibili sul mercato motivo per cui l'investitore è spinto a rivolgersi al miglior offerente, nell'ambito della consulenza di stampo sartoriale la percezione del servizio è massima e il cliente *private*, come emerso anche dall'indagine eseguita nei capitoli precedenti, è disposto a pagare per il servizio di qualità. In alcuni casi, soprattutto a livelli di clientela top, la gratuità dell'offerta potrebbe essere interpretata in senso negativo ovvero relativa ad un servizio accessorio di secondaria importanza spingendo l'investitore a rivolgersi ad esperti a pagamento, sottraendo alla banca *private* la possibilità di avere una visione unitaria del patrimonio complessivo dell'investitore precludendosi la gestione di una parte generalmente cospicua di esso.

Coloro che vorranno intraprendere una seria ed integrata offerta consulenziale in tema di asset non finanziari con finalità di investimento così come delineata nel presente lavoro, potrebbero seguire la strada della specializzazione aumentando il livello di preparazione e competenza del proprio personale interno attraverso l'erogazione di corsi di formazione ed aggiornamento o, in alternativa, acquistando dall'esterno personale in possesso del know-how necessario oppure realizzare delle partnership attraverso, ad esempio, contratti di sub-advisory riuscendo a ridurre al minimo il sospetto (lecito) di possibili conflitti di interesse.

Il passo da compiere in tale direzione da parte delle *private banks* operanti nel mercato italiano, focalizzate su logiche di certezza di guadagni immediati derivanti principalmente dall'asset management, è notevole. Si tratterà infatti di rivisitare le strutture organizzative, di introdurre professionalità nuove, di imparare a lavorare in condivisione ma soprattutto di guadagnare con i clienti e non sui clienti; inoltre, con specifico riferimento agli asset non finanziari, si dovrà 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
- Artprice, *Art Market Trends – Tendances du marché de l’art 2005, 2006*, disponibile sul sito www.artprice.com
- Banca Aletti, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.alettibank.it
- Banca d’Italia, “*Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*”, Roma, anni vari
- Banca d’Italia, *Assemblea generale dei partecipanti*, Roma, anni vari
- Banca d’Italia, *Indagine dei Bilanci delle famiglie italiane nel 2004*, gennaio 2006
- Banca Intesa, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.bancaintesa.it
- Banca Sella, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.bancasella.it
- Banfi A., “Le strategie competitive degli intermediari e degli operatori del risparmio gestito”, *Banche e banchieri*, n. 6, 2003
- Bareither K. R., “Keepin gin the family: part 2”, *Bank Investment Consultant*, Febbraio 2006
- Biasin M., *L’investimento immobiliare*, Il Mulino, Bologna, 2005
- BNL-Centro Einaudi, *Il risparmiatore guarda avanti*, BNL Edizioni, Roma, 2004
- Cacciamani C., *Il rischio immobiliare*, Egea, Milano, 2003
- Campanini R., Cappio F., *Investire in oro*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 2003
- Capgemini, *The Capgemini wealth report 2005*, 2005
- 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
- Credit Suisse, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.creditsuisse.com
- 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
- Deutsche Bank, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.db.com
- Eurisko, *Multi-finanziaria retail market*, ricerca condotta nell'anno 2004
- Farrokh M., "Latin Europe: a growing demand for financial advice", *Trusting*, November 2005
- Gervasoni A., Kohn S., *Investimenti alternative*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 2001
- Goldman Sachs Asset Management, www.gsam.com
- Gross D., "Is art a good investment?", abstract *Paiving for Profit*, 21 giugno 2006
- 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
- International Diamond Manufacturers Association (IDIMA), www.idb.it
- Investment diamond center di Londra, www.idclondon.com
- 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
- Maxwell A., "A ratfer liquid investment" intervista di Sarah Turner, 31 luglio 2006
- McClure D., "The challenge of financial planning", *Accounting Technology*, gennaio/febbraio 2006
- McReynolds R., "The rich are not like you and me", *Wealth management review*, 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
- Messoni M. (a cura di), “*I fabbisogni professionali e formativi nel settore del credito*”, Tomo I e II, Il Mulino, Bologna, giugno 2003
- 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
- Onado M. (a cura di), *Il risparmio gestito*, Bancaria Editrice, Lucca, 2005
- Oriani M., *Il Family Office*, Franco Angeli, Milano, 2004
- Owen G., “Managing conflicts of interest in multi-management”, *Trusting*, novembre 2005
- 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 2005*, 2005
- 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
- Sanpaolo-IMI, Annual report, 2005, disponibile sul sito www.sanpaolo.it

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

Streeter W. W., “Are bankers afraid of competition?”, *ABA Banking Journal*, febbraio 2006

Testo Unico della Finanza D. Lgs. 58/98 e successive modifiche

UBS, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.ubs.ch

Ufficio Studi di Mediobanca, www.mbres.it

Unicredit, Annual report, 2005 disponibile sul sito www.unicredit.it

Siti Internet

www.assogestioni.it

www.citigroup.com

www.davisgioielli.com

www.debeers.com

www.gabrius.com

www.gold.org

www.leggmason.com

www.liv-ex.com

www.pwmnet.com

www.reag.com

www.uninewsunicredito.it