

**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO**

**Dottorato di ricerca in
Economia delle istituzioni e dei sistemi aziendali
ciclo XIX
S.S.D: SECS-P/07**

***Gli investimenti non finanziari nel private banking:
scelte strategiche, aspetti tecnico-valutativi e
modalità di customer relationship management.***

**Tesi di Dottorato di : Dott. Andrea LIPPI
Matricola: 3280071**

Anno Accademico 2005/2006



**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO**

**Dottorato di ricerca in
Economia delle istituzioni e dei sistemi aziendali
ciclo XIX
S.S.D: SECS-P/07**

***Gli investimenti non finanziari nel private banking:
scelte strategiche, aspetti tecnico-valutativi e
modalità di customer relationship management.***

Coordinatore: Ch.mo Prof. Claudio DEVECCHI

**Tesi di Dottorato di : Dott. Andrea LIPPI
Matricola: 3280071**

Anno Accademico 2005/2006

Alla mia mamma ...

INDICE

Introduzione	pag. 4
1. Il mercato bancario e finanziario italiano: lo scenario competitivo e le prospettive evolutive	8
2. La clientela private: definizione, segmentazione e analisi delle esigenze	19
3. La value proposition non finanziaria nel wealth management: un approccio teorico	60
3.1 Investire in oro	63
3.2 Investire in immobili	74
3.3 Investire in arte	84
3.4 Investire in vino	91
3.5 Investire in diamanti	94
3.6 Vasaris: l'operatività e il punto di vista di un art advisory sul tema "opere d'arte con finalità di investimento"	97
3.7 Aspetti di criticità nell'investimento in beni non finanziari	100
4. La value proposition nel segmento del private banking italiano: i risultati di un'indagine	103
4.1 Premessa	103
4.2 I risultati dell'indagine	106
4.3 Commenti ai risultati dell'indagine empirica	119
4.4 Appendice: il questionario utilizzato per l'indagine empirica	123
5. La redditività associata all'attività di consulenza su beni non finanziari: il confronto fra alcuni operatori e ipotesi di adozione di modelli di sub-advisory	141
5.1 La redditività derivante dall'attività di consulenza su beni non finanziari: una verifica empirica nel mercato italiano	141
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	159
5.3 L'adozione dei modelli di sub-advisory nel contesto della consulenza offerta sui beni non finanziari	167
Conclusioni	177
Bibliografia	184

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

Abstract in italiano:

L'obiettivo della ricerca 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. si procede quindi ad esaminare gli investimenti in oro, in arte, in diamanti, in vino e in immobili per verificarne gli impatti sulla rischiosità e sulle performance di portafoglio.

Abstract in inglese:

The goal of this thesis is to verify if private banks that operate in Italy use goods as investment for diversifying HNW or U-HNW individuals portfolio, if they take in consideration the modern portfolio theory for asset allocation and how performances are presented to investors. So it analyses the investment as gold, real estate, art, diamond and wine to achieve the impact of them on portfolio risk and performance.