

**Corso di Laurea Triennale in Economia e Management**



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

**VINI DI PREGIO  
COME BENE DI INVESTIMENTO**

RELATORE

Prof. Claudio Boido

CANDIDATO

Niccolò Maestrelli

Matr. 238371

ANNO ACCADEMICO 2019 / 2020

# INDICE

<b>Introduzione</b>	pag. 3
<b>Capitolo 1 – Investimenti nel mercato dei beni rifugio</b>	
1.1 Il concetto di beni rifugio – Caratteristiche e tipologie	pag. 5
1.2 Perché investire in beni rifugio	pag. 7
1.3 Considerazione della diversificazione del portafoglio di investimenti	pag. 8
1.4 Il vino come bene rifugio	pag. 9
1.5 Vino come mezzo per la differenziazione del portafoglio	pag. 15
<b>Capitolo 2 – Investire in <i>Fine wines</i></b>	
2.1 Vino classificato come investimento ( <i>Investment Graded Wine</i> )	pag. 16
2.2 Le <i>Blue Chips</i>	pag. 17
2.3 Profilo dell'investitore in vini	pag. 18
2.4 Modalità di investimento nel vino	pag. 19
2.4.1 Investimento diretto nel vino – Investimento in bottiglie reali	pag. 19
2.4.1.1 Mercato primario - <i>En Primeur</i>	pag. 19
2.4.1.2 Mercato secondario - Commercianti e aste	pag. 20
2.4.2 Investimento indiretto nel vino – Fondi e Azioni	pag. 22
2.4.2.1 Fondi di vino	pag. 22
2.4.2.2 Imprese collegate al vino quotate in borsa	pag. 24
2.5 La dimensione del mercato	pag. 25
2.5.1 L'offerta	pag. 25
2.5.2 La domanda	pag. 31
2.5.3 L'andamento dei prezzi del vino	pag. 32
2.6 Indici del vino – <i>Live-ex</i> la borsa del vino pregiato	pag. 32
<b>Capitolo 3: <i>Fine Wine</i> e recessione economica</b>	
3.1 Crisi finanziaria e recessione	pag. 36
3.2 Ipotesi e dati	pag. 40
3.3 Potenziale e implicazioni del vino come attività di investimento alternativa	pag. 41
3.4 <i>Fine wine</i> e recessione economica	pag. 45
3.5 <i>Fine wine</i> e emergenza <i>covid 19</i>	pag. 53
<b>Conclusione</b>	pag. 60

## INTRODUZIONE

Nel 2007, ebbe inizio la crisi finanziaria, evolutasi poi in una recessione globale. Durante il successivo anno e mezzo i principali indici azionari hanno perso oltre il 50% del loro valore. Il commercio internazionale è collassato e le linee di credito sono crollate. Grandi istituzioni finanziarie sono state salvate dai governi nazionali e molti hanno presentato istanza di fallimento. La disoccupazione è aumentata in modo significativo nelle economie avanzate, quindi la fiducia dei consumatori e il consumo sono precipitati (IMF, 2009). Il PIL ha subito una rilevante contrazione e la crescita ha ristagnato nei mercati emergenti. Molti economisti hanno considerato la crisi come la peggiore dopo la grande depressione degli anni '30.

La turbolenza nel mercato azionario ha alimentato il dibattito tra gli investitori globali sull'importanza della diversificazione del portafoglio e dell'allocazione del capitale verso mercati alternativi.

Le opportunità dei moderni investimenti si ampliano continuamente. Si cercano investimenti nuovi e diversi da affiancare e detenere insieme agli strumenti noti e che offrano possibilità di riduzione del rischio.

Per tale motivo nelle ultime decadi è maturato l'interesse nel vino, così come in altri oggetti collezionabili, in quanto *asset* che fornisce un rendimento finanziario e benefici di diversificazione prodotti dalla ridotta o negativa correlazione con le *asset class* tradizionali (Fogarty et al. 2014).

Il vino, non più semplice bene di consumo, sta diventando uno strumento sul quale investire con dei risultati in termini di rendimento interessanti.

Tra gli individui benestanti, il buon vino è un investimento tradizionale. Un sondaggio di Barclays (2012) indica che circa un quarto degli individui con un patrimonio netto elevato in tutto il mondo possiede una collezione di vini, che rappresenta in media il 2% della loro ricchezza.

Sebbene i consumatori generalmente detengano bottiglie di vino per berlo, alcuni lo detengono anche per l'investimento che può rappresentare. La letteratura recente ha messo in luce i vantaggi diretti dell'investimento nel vino e gli effetti di diversificazione positivi che il vino può offrire a un portafoglio di attività standard (Sanning, Shaffer e Sharratt, 2008).

Per soddisfare la crescente domanda di investimenti, sono sorti diversi fondi per il vino.

I fondi del vino hanno industrializzato l'arte di speculare nel vino, offrendo la possibilità di investire attivamente in questa risorsa alternativa.

L'obiettivo del presente lavoro sarà quello di analizzare la diversificazione, i rischi e i benefici in termini di rendimento insieme alle implicazioni dell'inclusione del vino in un portafoglio di investimenti convenzionale. Comporre diversi portafogli di investimento al fine di analizzare se l'inserimento di vino nella costruzione di un portafoglio sia vantaggiosa nel senso di diversificazione del rischio, generazione di rendimenti più elevati o diminuzione dei rischi.

Dall'altro lato ci proponiamo di indagare le interazioni degli investimenti nel settore del vino pregiato con gli indici di borsa e di capire se nell'attuale contesto di volatilità e incertezza del mercato azionario, gli investimenti in vini pregiati possano fornire una copertura contro la recessione.

Nel primo capitolo viene fornito un quadro generale sui beni rifugio, sulle opportunità e sulle motivazioni di tale investimento, inserendo in tale gruppo anche il vino.

Nel secondo capitolo saranno oggetto di studio i vini pregiati (vino classificato per gli investimenti, *IGW*,) il profilo degli investitori, le modalità di investimento (il vino può essere scambiato sia direttamente che indirettamente) e gli indici del vino (indici vitivinicoli prodotti dalla piattaforma di trading *inglese London International Vintners Exchange "Liv-Ex"*).

Solo pochissimi vini hanno le caratteristiche per essere conservati per anni e trattati come investimento. Nella regione del Bordeaux è prodotto oltre il 90% dei *fine wines*, vini di elevata qualità aventi potenzialità di miglioramento con il passare del tempo e negoziati su mercati secondari.

L'esposizione al mercato del vino può essere realizzata in tre modi.

In primo luogo, investimenti diretti nel vino, acquistando bottiglie o barili di vino.

In secondo luogo, gli investimenti di *En primeur*, acquistando vino che deve ancora essere imbottigliato a un prezzo scontato, nella speranza che possa apprezzare una volta imbottigliato e generare così un premio. Gli investimenti *en primeur* sono in qualche misura simili ai *futures*.

Infine c'è l'opportunità di investire in indici di vino. Questa è probabilmente la forma più liquida di investimenti nel settore del vino.

Nel terzo capitolo l'attenzione si focalizzerà sulle crisi finanziarie e sulle recessioni e verrà approfondito il potenziale del vino come attività di investimento alternativa ed il comportamento del suddetto investimento durante le crisi finanziarie e le recessioni, con un occhio particolare all'attuale situazione pandemica generata dal covid-19.

Il mondo ha nel recente passato affrontato due crisi finanziarie molto importanti, la prima a causa dei subprime e la seconda del debito sovrano. Entrambe le crisi hanno influenzato in modo significativo i mercati azionari e gli investitori finanziari.

Negli ultimi mesi ci siamo trovati a dover fronteggiare una nuova enorme crisi. Un evento raro e imprevedibile che non rientra nel campo delle normali aspettative umane; capace di sconvolgere le vite, cambiare le percezioni, far collassare intere economie. Non è un caso che l'epidemia di coronavirus sia stata associata al concetto di 'cigno nero', formula coniata dal matematico libanese Nassim Nicholas Taleb (2007) per descrivere come l'improbabile governi le nostre esistenze.

In generale, tutte le crisi finanziarie ed economiche, anche se hanno fonti differenti e presentano caratteristiche diverse, hanno conseguenze simili sui rendimenti scarsi delle azioni e sull'aumento della volatilità dei mercati.

Partendo da questa osservazione, ci si è chiesti se esistano altre attività che possano sovraperformare i titoli e aiutare un investitore a diversificare il suo portafoglio e in qualche misura permettergli di ottenere rendimenti migliori in tempo di crisi finanziaria. In questa ottica l'obiettivo è quello di valutare i possibili benefici prodotti dall'inserimento del vino, in quanto *asset class* alternativa, in un portafoglio d'investimento, benefici individuabili in un miglioramento delle performance sotto il profilo rischio-rendimento (massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio).

# CAPITOLO 1

## INVESTIMENTI NEL MERCATO DEI BENI RIFUGIO

### 1.1 IL CONCETTO DI BENI RIFUGIO - CARATTERISTICHE E TIPOLOGIE

I beni rifugio, sono attività il cui valore tende a restare costante nel tempo e ad essere soggetto meno esposto a oscillazioni provocate da fattori esterni. Di conseguenza conservano un valore “reale” che li preserva dall’inflazione e che permane anche nei periodi di turbolenza dei mercati, o in scenari particolarmente avversi quali: i default sovrani, eventi bellici o epidemie.

Questi beni presentano una bassa correlazione, in alcuni casi anche negativa, con le altre *asset class* che quindi favorisce la loro caratteristica di rappresentare una scelta alternativa di sicurezza in contesti economico finanziari caratterizzati da una manifesta instabilità.

Secondo Baur & McDermott (2009) "Un bene rifugio deve essere un bene che mantiene il suo valore in caso di "tempo tempestoso" o condizioni di mercato avverse. Tale attività offre agli investitori l'opportunità di proteggere la ricchezza in caso di condizioni di mercato negativo".

Un rifugio sicuro offre all'investitore una via di fuga dai mercati in declino per proteggere la propria ricchezza.

Flavin, Morley e Panopoulou (2014) considerano un bene rifugio come un “diversificatore” del rischio che è tenuto a migliorare il *trade-off* tra rischio e rendimento dei portafogli di attività in periodi di turbolenza del mercato. Di conseguenza ritengono che il ruolo del bene è quello di mitigare l'effetto di uno shock per il portafoglio. Sostengono inoltre che il bene rifugio più richiesto debba avere una correlazione negativa in periodi di ribasso, mentre nella fase opposta seguire l’andamento del mercato.

L’investimento in un *safe haven good* soddisferebbe principalmente un bisogno di protezione in quanto provvede a preservare il capitale in attesa di una maggior stabilità economica, anche se per le sue peculiarità intrinseche potrebbe suscitare l’interesse anche di coloro che perseguono fini speculativi.

Se quindi prevale l’esigenza di *hedging* nei periodi di turbolenza con il conseguente aumento della loro domanda per effetto del *flight-to-quality* (ovvero la ricerca degli investitori su posizioni in grado di garantire più stabilità e sicurezza), dall’altro lato nei momenti di maggiore tranquillità si riduce il loro rendimento.

A differenza di altre *asset class* presenti sul mercato, non forniscono flussi periodici, poiché la selezione di tali beni è effettuata in una ottica difensiva volta alla protezione del capitale inizialmente investito.

In sintesi quindi, i beni rifugio:

- Proteggono il capitale investito;
- Contribuiscono al processo di diversificazione del portafoglio;
- Sono caratterizzati da una bassa correlazione con le altre *asset class*. Tendenzialmente si apprezzano in situazioni di crisi economica.

Il *safe haven goods* dovrebbe avere le seguenti peculiarità:

- Liquidità: il bene deve essere facilmente convertibile in contanti, in qualsiasi momento;
- Funzionalità: il bene deve avere un utilizzo che fornirà continuamente domanda a lungo termine;

- Offerta limitata: la disponibilità dell'offerta non dovrebbe mai superare la domanda;
- Certezza della domanda: è improbabile che il bene venga sostituito o diventi obsoleto;
- Permanenza: il bene non ha scadenza e non si deteriora con il trascorrere del tempo.

Invero non tutti le posseggono, quindi gli investitori devono selezionare quello più adatto al previsto scenario economico.

Non sempre i beni rifugio hanno confermato una stazionarietà dei rendimenti nelle differenti crisi che si sono manifestate sui mercati nel corso dei decenni, inoltre in alcuni casi l'impossibilità di scambiarli su un mercato regolamentato pone dei problemi nell'ipotesi in cui si dovesse avere l'urgenza di alienarli. Per diversi beni si pone anche il problema di poterli custodire in un luogo sicuro come accade per *asset class commodity*.

Si suole includere i beni rifugio nella categoria degli investimenti alternativi in relazione alle caratteristiche precedentemente descritte. In questo ambito è possibile effettuare una loro classificazione:

- Immobili e terreni: sono il *safe haven good* per eccellenza soprattutto per gli italiani; nel corso del tempo hanno evidenziato una buona tenuta dei rendimenti che è stata fiaccata dalle conseguenze derivanti dalla crisi finanziaria del 2008 i cui effetti sul settore immobiliare si sono manifestati per lungo tempo;
- Metalli preziosi: oro, argento, platino e palladio. I metalli preziosi non cambiano valore nel tempo, al contrario sono beni materiali il cui valore aumenta. Ciò dipende dalla loro irreperibilità e inalterabilità e soprattutto dal fatto che hanno un valore di riferimento ufficiale. Il prezzo dell'oro, per esempio, tende a aumentare quando ci si trova in periodi di crisi pur presentando l'inconveniente di non poter garantire flussi di reddito intermedi;
- Valute "forti", ovvero quelle che hanno solidi fondamentali e che sono meno, esposte al rischio di svalutazione;
- Titoli di Stato: in questo ambito possiamo includere quelli caratterizzati da un basso rischio, quindi nel processo di selezione l'investitore dovrà considerare che il trade off rischio/rendimento sarà basso;
- Oggetti d'arte o da collezione (auto d'epoca, francobolli, diamanti e pietre preziose). Sono considerati beni rifugio per eccellenza in quanto mantengono nel tempo il valore anche in considerazione del fatto che al di là del loro valore intrinseco il loro possesso conferisce un piacere emozionale. In questa categoria non si può tacere la presenza di alti costi di custodia e la loro difficoltà di poter segnare con continuità un prezzo di liquidazione;
- Vini pregiati: sono un bene rifugio in quanto le quotazioni dei vini più rinomati mostrano la persistenza del loro valore nel tempo.

Nell'illustrazione n. 1 si può evidenziare che alcuni beni rifugio, per le caratteristiche sin qui evidenziate, possono essere considerati investimenti alternativi. Si evidenzia in particolare il segmento dei *collectibles* che include diverse tipologie di beni rifugio, o anche le *commodities* ove si può inserire l'oro:

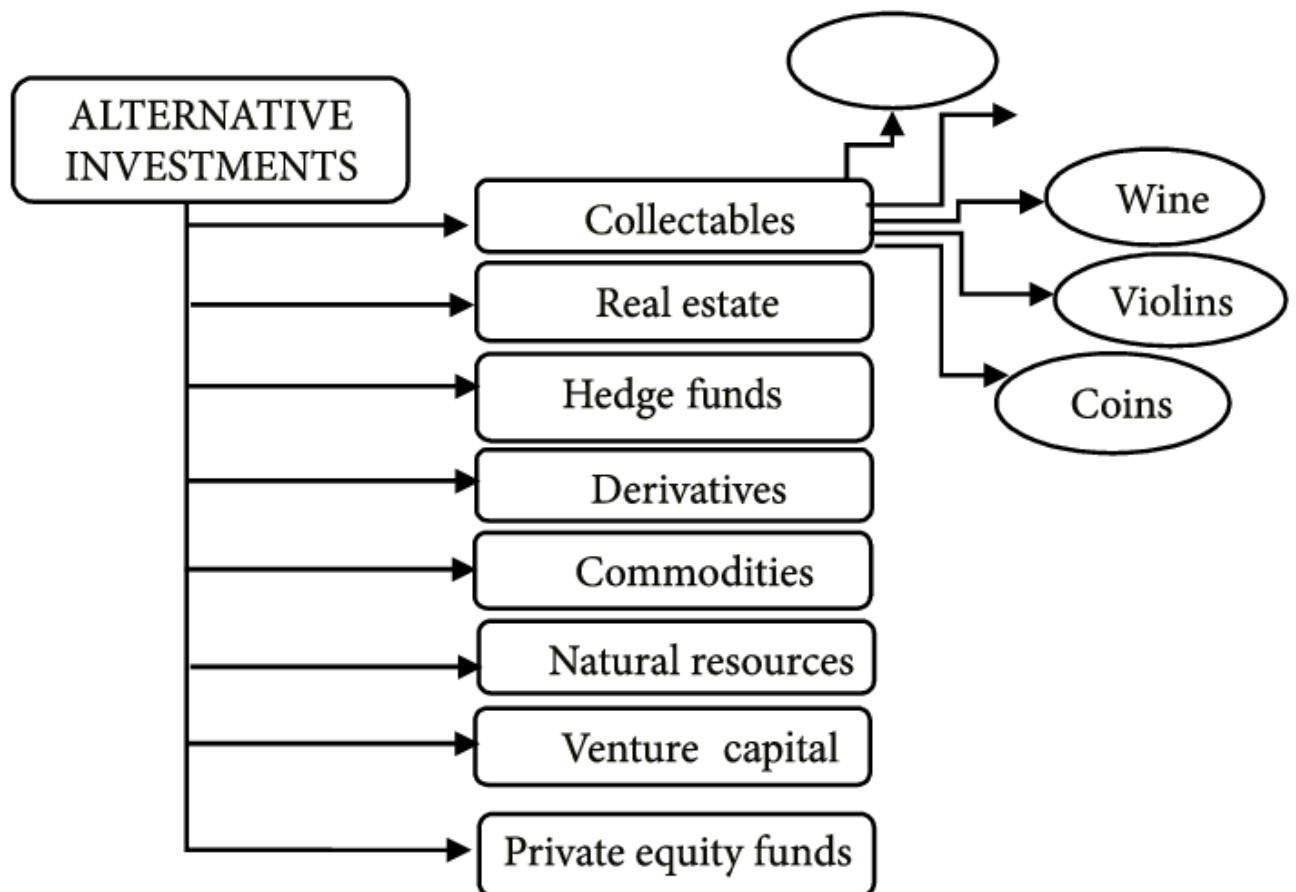


Fig. 1. Classificazione degli investimenti alternativi – Fonte: Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification – Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT – 15 novembre 2014

## 1.2 PERCHÉ INVESTIRE IN BENI RIFUGIO

Lo sviluppo dell'economia e l'aumento degli standard di vita incoraggiano le persone a cercare modi adeguati ed efficaci per utilizzare i capitali disponibili, investire e proteggere i risparmi da fattori negativi, dalla riduzione del valore e allo stesso tempo garantire flussi reddituali sia nel breve che nel lungo termine.

Gli investitori possono selezionare diverse *asset class* con l'obiettivo di individuare un appropriato trade-off rischio rendimento in base alla propensione al rischio di ogni individuo. In conseguenza delle crisi finanziarie più significative (2000 dot.com, 2008 subprime, 2011 spread PIGS, 2020 Covid 19) e delle difficoltà in termini di rendimento che hanno colpito le *asset class* tradizionali (liquidità, obbligazioni, azioni), un significativo segmento di investitori ha orientato le proprie scelte di investimento verso gli investimenti alternativi e conseguentemente sui beni rifugio. Anche se ogni crisi finanziaria è diversa nella sua natura e presenta tratti contrastanti, nella maggior parte dei casi i loro esiti e effetti sulle attività tradizionali sembrano piuttosto simili. Dopo ogni crisi finanziaria, le attività predominanti tendono a subire periodi recessivi che, si riflettono sul rendimento dei portafogli. A titolo esemplificativo la crisi del 2008, nel punto più alto tra settembre e ottobre provocò non solo il fallimento di grandi istituzioni finanziarie (15 settembre crack della Lehman Brothers) e diversi salvataggi di banche attuati con l'intervento statale, ma anche consistenti perdite nei portafogli. Inoltre, a causa della globalizzazione, ogni crisi, sebbene in misura diversa, provoca un effetto domino sulle diverse economie rendendola più grave.

Per questi motivi è emersa la necessità di costruire i portafogli inserendo investimenti alternativi caratterizzati da correlazioni negative con le attività tradizionali, e contribuendo in tal modo a sfruttare i vantaggi della diversificazione.

La popolarità dei “beni da collezione” è aumentata sostanzialmente dopo la crisi del 2008 (Deloitte Art & Finance Report, 2011). A causa di questo crescente riconoscimento e interesse per gli oggetti da collezione, i loro rispettivi mercati stanno vivendo una crescita e una trasformazione. Secondo uno studio di Deloitte (2014), la necessità degli investimenti alternativi è in costante aumento, poiché gli investitori cercano nuove opportunità di investimento e i mercati rispondono con tali soluzioni.

### **1.3 Considerazione della diversificazione del portafoglio di investimenti**

Gli *asset managers* hanno provato che è possibile migliorare il rendimento degli investimenti e ridurre il rischio mediante una diversificazione del portafoglio con l’inserimento di investimenti alternativi, in virtù della richiamata bassa correlazione con gli strumenti tradizionali.

Markowitz (1999) afferma che il modo migliore per ridurre il rischio è ridurre il peso delle attività rischiose nel portafoglio o implementare il processo di diversificazione. Un’allocazione efficiente delle attività è un meccanismo fondamentale per il miglioramento della redditività del portafoglio e per il raggiungimento di un adeguato profilo di rischio / rendimento per l’investitore.

Hibbert, A.; Lawrence, E.; Prakash, A. 2012 definiscono la diversificazione come una strategia per la riduzione dell’esposizione al rischio formando un portafoglio di attività con tassi di rendimento non perfettamente correlati. Secondo i risultati dei loro studi la conoscenza della diversificazione aumenta la probabilità che gli investitori allochino in modo efficiente i loro investimenti tra le principali classi di attività e investano in attività estere. Tuttavia, ritengono che gli investitori con una conoscenza avanzata della finanza tendano ancora a detenere portafogli azionari non diversificati.

È necessario riallocare un portafoglio se il rendimento e il rischio sono in contrasto con gli obiettivi e le aspettative di investimento. I fattori che influenzano le decisioni associate all’allocazione delle *asset class* sono il livello di rischio e di rendimento dei prodotti di investimento, associata al timing del portafoglio.

Inoltre, ogni investitore avrà esigenze di investimento diverse che riflettono il proprio background personale, le proprie esperienze di vita e le proprie personalità. Shyng, J.-Y.; Shieh, H.-M.; Tzeng, G.-H.; Hsieh, S.-H. (2010) sostengono che tali fattori possono rendere molto difficili le decisioni sull’allocazione di beni personali. Abreu, M.; Mendes, V.; (2010) affermano che la quantità di capitali disponibili, la competenza, l’esperienza e l’ambiente di vita influiscono sugli investimenti. Inoltre, l’alfabetizzazione finanziaria degli investitori influenza in modo equo la diversificazione del portafoglio. Veld-Merkoulova (2011) ha verificato che l’età e l’orizzonte di investimento svolgono ruoli diversi nel determinare i portafogli di rischio degli investitori: la quota di attività rischiose diminuisce con l’età e l’orizzonte di pianificazione più lungo porta a una quota crescente di investimenti finanziari rischiosi.

Un portafoglio è considerato sufficientemente diversificato quando è quasi insensibile ai cambiamenti dei singoli strumenti di investimento. Pertanto, gli investitori scelgono vari strumenti di investimento.

Jacobs, H.; Muller, S.; Weber, M. (2014) mostrano che i benefici della diversificazione tendono ad essere particolarmente importanti in periodi di inflazione imprevista e mercati azionari in declino. Naturalmente, la diversificazione non garantisce un profitto o elimina il rischio di perdita Wilson (2014).

In sintesi, la struttura del portafoglio di investimento varia a seconda delle ragioni individuali e degli obiettivi degli investitori. Il successo di un portafoglio dipende quindi dalla sua accurata diversificazione.

Un portafoglio ben diversificato è caratterizzato da una scarsa correlazione tra strumenti di investimento; pertanto, è necessario dividere tra diverse classi di attività.



L'assortimento di investimenti alternativi è ampio (Fig. 1); tuttavia, il problema più importante è quello di individuare correttamente le loro caratteristiche al fine di costruire un portafoglio equilibrato (Tabella 1):

Vantaggi	Svantaggi
Scarsa correlazione con gli strumenti di investimento tradizionali	Richiede alcuni capitali e conoscenze
Maggiore rendimento rispetto agli strumenti di investimento tradizionali	Difficile determinare l'attuale prezzo di mercato
Ampia gamma di investimenti	Piuttosto illiquido
Soddisfazione emotiva accessibile (in alcuni casi)	I mercati alternativi sono meno informativi di quelli degli strumenti tradizionali
	Nessun reddito periodico

Tabella 1. Caratteristiche degli investimenti alternativi. Fonte: Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification – Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT – 15 novembre 2014.

Coffman, B. A.; Nance, R. J. (2009) con riferimento al vino come *asset class* sostengono che una delle caratteristiche più importanti degli investimenti alternativi è la scarsa correlazione con gli strumenti di investimento tradizionali, che consente di sfruttare i benefici della diversificazione.

Inoltre, molti gestori affermano che gli investimenti alternativi danno rendimenti più elevati rispetto agli investimenti tradizionali.

Tuttavia, questi investimenti hanno altre caratteristiche che li rendono particolarmente rischiosi in quanto sono considerati un segmento di nicchia e di fatto sono maggiormente accessibili ai *practitioners* poiché necessitano di una buona conoscenza specifica del settore e di capitali iniziali.

Inoltre, una caratteristica specifica di tali investimenti è la carenza di informazioni, la mancanza di dati storici sul rischio e il rendimento e la difficoltà nel definire il loro valore in contrasto con gli investimenti tradizionali, le cui informazioni sono più facilmente accessibili (Guarasci, D. 2010).

Inoltre gli *investimenti alternativi* sono definiti *emotional* o *passion assets* poiché portano gioia e soddisfazione personali in virtù del loro possesso.

#### 1.4. IL VINO COME BENE RIFUGIO

Sebbene il vino abbia una storia antica e esistano molte pubblicazioni sull'argomento, è solo di recente che la popolarità e l'utilizzo del vino come bene di investimento alternativo hanno raggiunto un picco, e quindi hanno contribuito allo sviluppo dell'economia del vino.

L'investimento in vini pregiati è diventato una buona alternativa agli investimenti tradizionali: nell'ultimo decennio, e soprattutto durante la crisi finanziaria, gli investimenti in vino sono stati particolarmente richiesti. Erdos, P. e Ormos, M. (2013) hanno evidenziato che il notevole interesse per gli investimenti nel vino è in parte dovuto alla convinzione che i vini pregiati siano a prova di recessione, in parte per l'eccezionale performance dei vini pregiati nel periodo pre-crisi.

I fattori più importanti, che hanno determinato l'incremento della popolarità del vino come strumento di investimento, sono:

1. I nuovi mercati in via di sviluppo e l'ossessione per il vino che si sta attualmente verificando nel mercato asiatico. I cinesi continuano a mostrare un interesse senza precedenti per i vini di Bordeaux e sono pronti a pagare ingenti somme di denaro per acquisire questo bene di lusso (Warwick Ross, 2013). I paesi produttori di vino tradizionali e più rinomati come la Francia, l'Italia e l'Austria stanno aumentando i prezzi del vino e spostando la loro attenzione verso i mercati asiatici, mentre in una certa misura "divorziano" dai loro mercati tradizionali come Europa e USA. Ciò può essere spiegato dal fatto che il PIL cinese dal 2008 al 2013 è cresciuto in media del 13,6 per cento, pur in presenza di fluttuazioni, raggiungendo un picco nel 2008 del 18,1% e scendendo al minimo dell'8,6% nel 2009, per poi riprendere a salire negli anni seguenti (Bank, T. W., 2013). Per continuare, fino al 2000, solo il 4% circa delle famiglie residenti in centri urbani in Cina è stato classificato come classe media, mentre nel 2014 è aumentato vertiginosamente e ora circa il 45% della popolazione totale cinese è classificata come classe media ed è attualmente più grande dell'intera popolazione degli Stati Uniti d'America (Barton, D. 2013). Barton (2013) aggiunge che nel periodo di circa dieci anni, questo numero di consumatori della classe media dovrebbe aumentare ancora molto. Inoltre, secondo una ricerca condotta da McKinsey & Company (2013), questi consumatori della classe media guadagneranno ogni anno da 60.000 a 230.000 renminbi (da 9000 a 34000 USD). In questo caso, le nuove generazioni di cinesi, avendo una mentalità più aperta e proiettata in un'ottica globale, eserciteranno un'enorme influenza sul mercato mondiale. L'aumento dell'attenzione sul vino come attività di investimento potrebbe in gran parte essere associato alla ricerca infinita del portafoglio ottimale insieme ai vantaggi della diversificazione e della massimizzazione dei rendimenti attesi (Harry Markowitz, 1952).
2. Il miglioramento del tenore di vita e della capacità di acquistare beni di lusso, incluso il vino. Questa nuova *asset class* in generale - in particolare il vino pregiato - è un lusso. Tale ricchezza non è una necessità, ma un bene che offre comfort o eleganza, il che significa che la domanda aumenta all'aumentare del reddito. Il vino pregiato è consumato come *status symbol* per mostrare "di avercela fatta" e quindi più è prestigioso e costoso e meglio rappresenta l'immagine di successo e di raffinatezza che si vuole dare agli altri. I nuovi ricchi vogliono mostrare status sociale e prestigio, motivo per il quale vengono utilizzati oggetti di lusso, inoltre l'urbanizzazione globale porta ad aumentare la ricchezza e di conseguenza una maggiore domanda di lusso. Questa urbanizzazione è già avvenuta nei vecchi mercati: Europa, Nord America e Giappone, Russia e Brasile. E attualmente si sta manifestando in Cina. Tuttavia, l'India e molte zone del sud-est asiatico sono ancora rurali, il che significa che la domanda di lusso in queste aree aumenterà nei prossimi decenni (World bank, 2015a).
3. Il "dividendo emotivo" che la proprietà di un bene del genere conferisce al proprietario (Money Marketing, 2009). Gli investimenti in beni da collezione, incluso il vino, sono popolari tra gli investitori non solo per i risultati finanziari, ma anche per il piacere intrinseco, poiché detenere vini rari e costosi può portare soddisfazione emotiva, per la quale una persona è disposta a pagare anche un importo significativo soltanto per il piacere di poterlo toccare. Questa somma può differire notevolmente da una persona all'altra così come i "rendimenti" emotivi per detenere oggetti da collezione differiscono da un investitore all'altro. Alcuni collezionano per divertimento, passione e conoscenza e altri allo scopo di condividere e discutere con gli amici, tuttavia, è possibile classificare tre tipologie di rendimento emotivo: godimento, sociale e patrimonio. I rendimenti di godimento significano che l'investitore acquisisce il bene perché trae piacere dall'averlo. Quelli sociali derivano dal mostrare e condividere il bene con amici e parenti. Infine, i rendimenti del patrimonio sono raggiunti dagli investitori che acquisiscono oggetti da collezione per aumentare il valore del loro patrimonio. A questi investitori piace possederli e vogliono che anche i loro eredi li apprezzino, il che li rende riluttanti a vendere. Investire nel buon vino è per sua natura un investimento sociale, poiché il proprietario del bene otterrà un ritorno dall'investimento consumando la bottiglia e presumendo un rendimento maggiore condividendola con qualcuno. Il 69% dei

collezionisti ama condividere il vino con gli amici; questa è la percentuale più alta di rendimento sociale rispetto a qualsiasi altra classe di attività. Al secondo posto ci sono le automobili classiche (43%) seguite da oggetti da collezione artistica (38%).

4. Il valore estetico. Francobolli, dipinti, automobili, gioielli, ma anche vini possono essere mostrati per una condivisione del godimento, pur se rimangono in possesso del proprietario.
5. La vanità: cioè la capacità di mostrare ad altre persone che possiedi un bene che la maggior parte degli individui non si può permettere. Secondo Belk (Russell W. Belk, 1995) la vanità è un altro motivo per possedere beni da collezione esclusivi. Le automobili classiche (53%) e l'arte (39%) sono i principali oggetti da collezione quando si tratta di mostrarli ad altre persone. Le collezioni di vini non hanno lo stesso "effetto di ostentazione", poiché solo il 23% dei collezionisti di vino ama mostrare le proprie collezioni ad altre persone.
6. I rendimenti: secondo *Liv-ex* l'analisi dei dati storici degli ultimi 15 anni mostra che i rendimenti sul vino superano i rendimenti su azioni e obbligazioni, nonché quelli di una serie di altre alternative.
7. L'investimento nel vino non è sottoposto a una specifica tassazione sul capital gain in contrasto con altre attività finanziarie tradizionali come azioni e obbligazioni.

Tuttavia, pur essendo l'interesse per gli investimenti nel vino in crescita, questo mercato non è molto grande rispetto ad altri strumenti alternativi in quanto richiede fondi iniziali di una certa entità e conoscenze specifiche del settore.

Così come altri investimenti, il vino presenta sia benefici che punti deboli:

Benefici	Punti deboli
Possiede un valore raro	Rischio di acquisto di falso
Il vino può essere consumato	Investimento illiquido
Ha una correlazione minima con altri investimenti	Possibili condizioni e spese di conservazione
Possibile beneficio diversificazione	Non genera alcun reddito periodico, solo dalla vendita
I prezzi non oscillano così spesso come quelli delle azioni	Ritorno degli investimenti legato alle tendenze della moda

Tabella 2. Benefici e punti deboli degli investimenti nel vino Fonte: Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification – Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT – 15 novembre 2014.

I fattori di rischio sono:

1. Il vino è un prodotto deperibile (pertanto deve essere conservato in apposite cantine, dove temperatura, umidità e posizione della bottiglia seguono regole ben precise; una conservazione non idonea potrebbe compromettere la qualità del vino, rovinando un lungo e delicato processo di invecchiamento) e le sue caratteristiche gustative sono soggettive.
2. Il vino non genera flussi di cassa, ma la sua produzione richiede l'impiego di capitali iniziali e il sostenimento di costi continui per il mantenimento delle condizioni di conservazione ottimali per non alterare la qualità (Cardebat, J. M.; Figuet, J. M. 2010). Dall'ottica dell'investitore il vino non genera alcun reddito periodico aggiuntivo e i costi di transazione relativi al vino pregiato sono molto elevati, in un range compreso tra il 10% e il 15%. Inoltre l'investitore per la corretta conservazione

del bene dovrà sostenere i costi di assicurazione e di magazzinaggio che si aggirano intorno alle 9 sterline a cassa per anno (Brown, A. 2009).

3. Un investitore deve essere cauto, poiché i beni da collezione sono soggetti a contraffazione. Ciò può portare l'investitore a possedere un pezzo di "spazzatura" piuttosto costoso. Secondo Beattie (Beattie A., 2009), anche i periti più abili tendono a commettere errori e i falsi si dirigono verso i collezionisti.
4. La maggior parte dei tipi di beni da collezione sono, non solo piuttosto costosi, ma anche abbastanza illiquidi, in mercati caratterizzati dalla presenza di una regolamentazione limitata e con volumi ridotti (Campbell, R. J. 2008b). Pertanto, potrebbe essere necessario del tempo prima che un bene riesca a essere venduto, infatti anche ricorrendo alle aste è necessario stimare un intervallo di tempo fra la preparazione del catalogo dei beni che saranno battuti e la conoscenza del valore effettivo del bene che si determinerà sono ad asta avvenuta. A differenza dei prodotti finanziari tradizionali anche il vino di pregio, non può essere venduto immediatamente e la sua alienazione (Cardebat, J. M.; Figueat, J. M. 2010) può richiedere lunghi periodi di tempo. McNutt, J. G. (2002) stima che a seconda delle dimensioni e delle annate del portafoglio, possono essere necessari dai quattro ai sei mesi circa. L'illiquidità di tali attività potrebbe aumentare durante i periodi di difficoltà finanziaria del mercato (come la crisi finanziaria del 2008), a causa della carenza di liquidità. Questo problema può essere risolto investendo in indici di vino che sono caratterizzati dalla immaterialità rispetto ai beni materiali stessi.
5. Investire in beni da collezione, nella maggior parte dei casi richiede una notevole quantità di capitale. Ad esempio, il prezzo di una ricercata bottiglia di vino *investment grade* può variare da duemila a seimila euro (Fraser, P. 2012). A causa di importi relativamente elevati, un investitore deve disporre di un portafoglio equivalentemente ampio per beneficiare di tale diversificazione. Day, Favato e Mamarbachi (2008) sottolineano che i mercati associati ai beni da collezione hanno processi di equilibrio deboli rispetto ad altri beni tradizionali poiché mancano dei modelli di pricing condivisi che consentirebbero di determinare il prezzo di equilibrio al fine di confrontarlo con quello di mercato.
6. Il processo di maturazione, in cui il vino accumula valore, è lungo. Per un vino famoso e di alta qualità, questo può richiedere dai venti ai quaranta anni (Sanning L.W., Shaffer S. and Sharratt J.M. 2008). In questo periodo di "letargo" il vino potrebbe essere alterato se non vengono soddisfatte le condizioni ottimali di conservazione. Questo è un altro fattore di rischio associato all'investimento diretto nel vino.
7. Dimensioni del mercato limitate, tassi di cambio e accessibilità dei dati.

Le caratteristiche positive sono:

1. L'invecchiamento ha un effetto positivo sui prezzi del vino. Man mano che il vino invecchia, diventa certamente più raro, potenzialmente favorendo l'aumento dei prezzi attraverso la contrazione dell'offerta. Naturalmente, questo processo ha i suoi limiti perché ogni vino alla fine supera la "collina", ma per i migliori vini, questo potrebbe non accadere fino a quando non hanno più di 80 anni o anche più vecchi. Ad esempio, un singolo caso di Cheval Blanc 1947 è stato venduto da Christie's nel 2007, 60 anni dopo, per £ 75.000 (Brown, A. 2009). In ogni caso, l'invecchiamento del vino esprime i costi di stoccaggio e di opportunità (costi di riduzione del capitale e di prestito a credito) (Jones, G. V.; Storchmann, K.-H., 2001).
2. I vini pregiati non sono tassati e i prezzi non sono strettamente collegati a quelli degli investimenti (Kourtis, A.; Markellos, R. N.; Psychoyios, D. 2012). Il capital gain legato alla vendita di bottiglie di vino pregiate non è tassato in quanto il vino è un bene deperibile e per questo motivo è considerato uno strumento finanziario.
3. I vini hanno un'offerta limitata. In alcuni casi questa offerta si riduce nel tempo, a causa del consumo, della distruzione o di qualsiasi altro motivo. Ad esempio immaginiamo che siano state prodotte solo

cento bottiglie di una determinata annata. Negli anni successivi alla produzione, alcune di esse verranno consumate, una parte delle bottiglie verrà rotta e il prezzo delle restanti bottiglie aumenterà e ciò è uno dei principali fattori che dà valore ai collezionisti (Russell W. Belk, 1995).

4. I giudizi, positivi, dei critici che valutano il vino. I critici svolgono un ruolo cruciale nelle prospettive future del vino e la loro opinione non può essere completamente ignorata in quanto orientano l'opinione della maggioranza. Critici come ad esempio Robert M. Parker Jr. o Victor Morgenroth hanno un'influenza internazionale come critici enologici e sono in grado di "creare o distruggere" un'annata. I commercianti di vino, i critici e le case d'aste hanno vari sistemi di stima. Tuttavia, il "valutatore" del vino più influente è considerato Robert M. Parker, che utilizza il sistema dei 100 punteggi (Jones, G. V.; Storchmann, K.-H. 2001). Ali, H. H.; Lecocq, S.; Visser, M. (2008) hanno stimato che l'impatto di un giudizio positivo del famoso esperto di vini è molto importante per i vini di alta qualità.
5. La mancanza di interdipendenza dal mercato dei titoli (Wilson, D. 2014). La bassa correlazione con altri investimenti è uno dei principali vantaggi e, per questo, l'investimento è appropriato per la diversificazione del portafoglio.
6. I prezzi oscillano meno di quelli delle azioni.
7. Costanti rendimenti storici e bassa deviazione standard.
8. Per un certo numero di investitori, è molto importante che questo investimento sia pregiato e possa essere consumato in caso di fallimento (Giovanni Agnelli disse: "Investite in vino, male che vada potrete sempre berlo").

Sebbene non si sappia mai quando è il momento migliore per investire nel vino, proprio come in qualsiasi altro settore di investimento, solo gli operatori che conoscono molto bene questo mercato possono guadagnare acquistando e vendendo vino.

Le caratteristiche principali del mercato del vino sono presentate nella Figura 2:

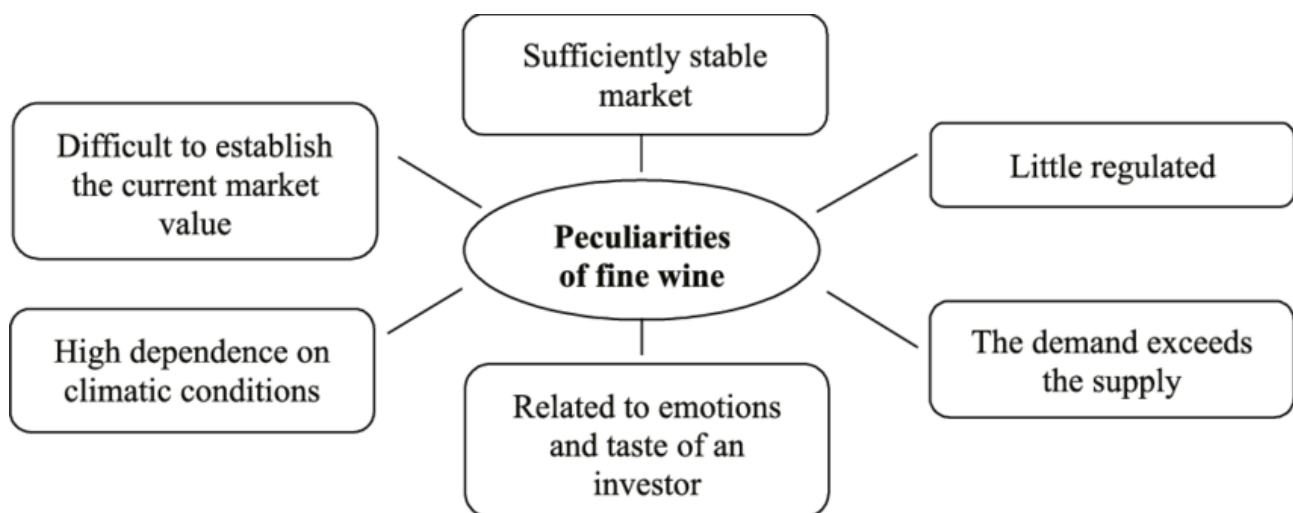


Fig. 2. Particolarità del mercato del vino pregiato - (Erdos, Ormos 2013; Coffman, Nance 2009; Goulet, Morlat 2011; Storchmann 2012; Ashenfelter 2008) Fonte: 88 D. Jurevičienė, A. Jakavonytė.

Una delle principali caratteristiche del mercato del vino è la stabilità. I mercati del vino non sono influenzati dalla recessione, dalle variazioni dei tassi di interesse o dalle fluttuazioni dei titoli (Erdos, P.; Ormos, M. 2013). Hanno un evidente vantaggio rispetto al mercato dei titoli che è legato a frequenti fluttuazioni dei prezzi e ai cambiamenti degli indicatori economici.

Il mercato del vino è poco regolamentato, solo i fondi con sede in Europa e nelle Isole Cayman sono leggermente regolamentati, il che rende necessaria una significativa *due diligence*, poiché le commissioni possono essere elevate e le informazioni possono essere minime (Coffman, B. A.; Nance, R. J. 2009). La mancanza di un prezzo giornaliero ufficiale su un mercato regolamentato offre possibilità di arbitraggio (World Wealth Report 2013).

Poiché la domanda di buon vino supera sempre la sua offerta a causa della quantità limitata di buone bottiglie di vino da raccolta, ogni bottiglia consumata innalza implicitamente il valore di quelle rimanenti (Coffman, B. A.; Nance, R. J. 2009; Goulet, E.; Morlat, R. 2011).

Inoltre, questo mercato differisce dai tradizionali mercati finanziari in termini di una profonda relazione con le emozioni, gusto e educazione di un investitore.

Goulet e Morlat (2011) affermano che in viticoltura, quattro fattori principali determinano la qualità del vino: condizioni ambientali di produzione, selezione varietale, gestione della vite e pratiche di vinificazione. Il vino differisce dagli investimenti tradizionali e da altre alternative per la dipendenza dalle condizioni climatiche, mentre altri investimenti alternativi non hanno alcun impatto legato al clima (Storchmann, K.(2011).

Tuttavia, Erdos e Ormos (2013) sostengono che le condizioni meteorologiche, che determinano la qualità della vendemmia, non hanno alcun ruolo nel fissare i prezzi dei nuovi vini, mentre diventa determinante la quantità prodotta, che non è correlata alla qualità. I ricercatori sostengono che le annate cattive sono troppo care mentre quelle buone sono sottovalutate nella fase iniziale per l'eccessiva quantità di vino disponibile. D'altra parte, tale caratteristica rende il mercato del vino più stabile. Questo fenomeno persiste per un massimo di 10 anni dopo la vendemmia. Gli acquirenti razionali dovrebbero evitare cattive annate e concentrarsi su quelle buone se mirano a conservare i vini come investimento (Erdos, P.; Ormos, M. 2013). L'analisi effettuata da Ashenfelter (2008) sugli effetti dell'età suggerisce che il clima è un fattore determinante estremamente importante per la qualità di un vino d'annata e per la determinazione del suo prezzo alla maturazione.

Il prezzo del buon vino dipende anche dalla reputazione del produttore (Bombrun, H.; Summer, D. A. 2003). Le cantine con esperienza più antica di solito vendono vino in misura più costosa in quanto tradizioni e maggiori competenze consentono loro di produrre vino di qualità migliore.

D'altra parte, il prezzo dipende in gran parte dal prestigio di un'azienda vinicola. Roma P., Di Martino G., Perrone G. (2013) constatano che il prezzo di un vino dipende fortemente da caratteristiche oggettive quali: annata, gradazione alcolica, origine geografica, varietà di uva, dimensione del produttore e potenziale della cantina.

Inoltre, il prezzo del vino è correlato positivamente con la relativa composizione delle uve. Secondo i risultati della ricerca (Goulet, E.; Morlat, R. 2011), si è ipotizzato che valori elevati di zucchero abbiano effetti positivi sui prezzi del vino e che valori elevati di acido abbiano un'influenza negativa sui prezzi del vino.

Come già accennato, i costi di transazione nel vino pregiato, i costi di assicurazione e di stoccaggio sono molto elevati; gli investimenti nel vino sono generalmente redditizi solo in una prospettiva lunga e ciò significa che il vino deve essere in grado di invecchiare per almeno 25 anni, con la maturità (valore di picco) che si verifica non prima del decimo anno (Ricardo, E. M. 2013). Jones e Storchmann (2001) hanno stabilito che i principali fattori che influenzano i prezzi del vino sono: il clima, il critico Robert Parker e l'età.

Anche i mercati in via di sviluppo hanno un impatto sui prezzi del vino: infatti i mercati emergenti hanno contribuito alla crescita dei prezzi del vino da collezione. In Cina si osserva una nuova impennata del volume delle importazioni (+17% rispetto al 2016: 7,5 Mio hl nel 2017). La quota di import vini in bottiglia (+15% rispetto al 2016) porta la Cina a conservare la quarta posizione in termini di valore (2,46 Mrd EUR nel 2017, ossia +14,7% rispetto al 2016) e ad avvicinarsi alla Germania (2,47 Mrd EUR). Ancora una volta la domanda interna cinese è la principale causa della crescita degli scambi mondiali nel 2017. Per quanto riguarda il consumo della Cina nel 2017, lo stesso dovrebbe raggiungere i 18 Mio hl, con una variazione positiva del 3,5% rispetto al 2016 (OIV 2018).

### 1.5 VINO COME MEZZO PER LA DIVERSIFICAZIONE DEL PORTAFOGLIO

A causa delle caratteristiche del vino, come la bassa correlazione con i mercati tradizionali, l'interesse per il vino come classe di investimento è cresciuto. Secondo Turan (2013) negli ultimi quarant'anni i vini rossi di Bordeaux hanno sovraperformato la maggior parte degli indici finanziari e negli ultimi dieci anni i prezzi di questi vini sono aumentati di oltre il mille per cento. Inoltre, le case d'asta stanno espandendo la loro presenza non solo in Europa e negli Stati Uniti, ma anche in nuove regioni, in particolare in Asia, mostrando un aumento del numero di aste e transazioni (Masset P. and Henderson C. 2010). Nonostante il rallentamento dell'economia cinese, nel 2019 il paese dovrebbe aumentare le importazioni di vino dell'8%. Lo studio *Vinexpo / IWSR* prevede che la Cina supererà la Francia entro il 2020 come secondo mercato più prezioso del mondo e, entro il 2022, il valore del mercato cinese dovrebbe superare i 19,5 miliardi. Poiché gli investitori sono costantemente alla ricerca di diversi tipi di attività alternative per diversificare meglio i rischi del proprio portafoglio e generare tassi di rendimento più elevati, la loro attenzione, soprattutto negli ultimi dieci anni, è stata rivolta al vino. Si dice che il vino offra una copertura contro il rischio e sia negativamente correlato alle attività tradizionali.

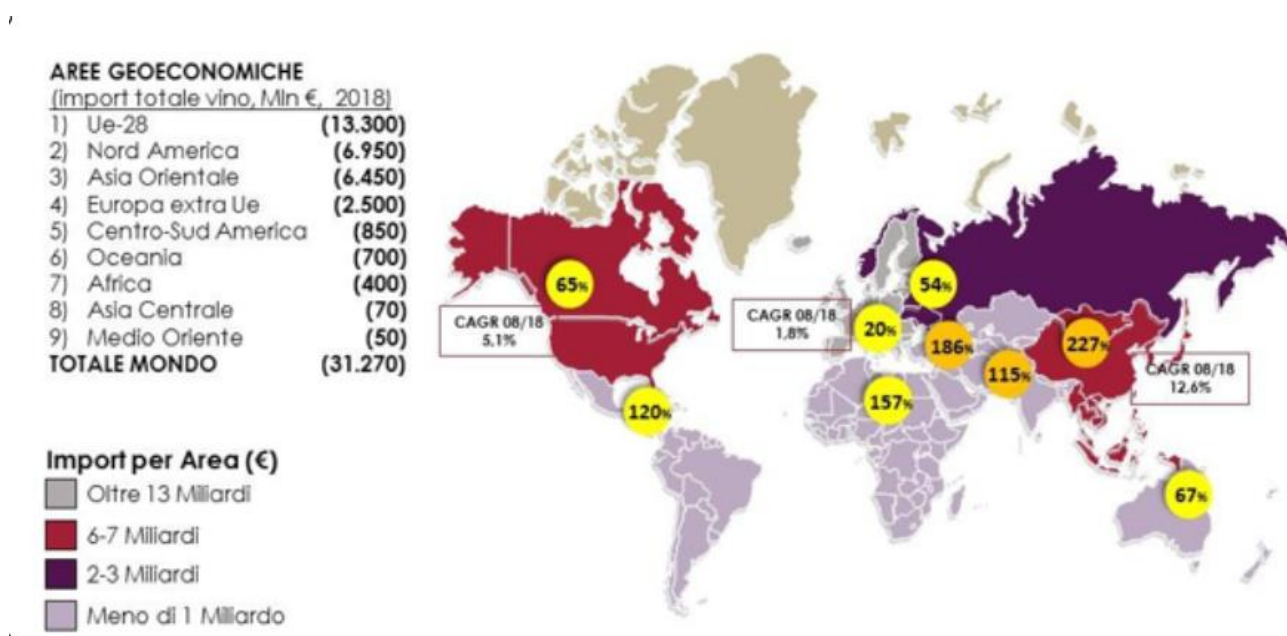


Fig. 3 – 2008 /2018: Variazione nell'import di vino per area geoeconomica (% sui valori)  
Fonte Wine Monitor – Vinitaly 7 / 10 aprile 2019

## CAPITOLO 2

### INVESTIRE IN FINE WINES

#### 2.1 VINO CLASSIFICATO COME INVESTIMENTO (*INVESTMENT GRADED WINE*)

Il vino adatto agli investimenti - *Investment graded wine* – rappresenta una quota pari all'1% della produzione mondiale e ben l'80% di questa è prodotto in Francia, per lo più vini di investimento bordolesi.

Questi vini provengono dai migliori produttori, dalle migliori regioni e dalle migliori annate. Le regioni principali sono quelle storiche di Bordeaux, Borgogna e Valle del Rodano in Francia, insieme a vini selezionati provenienti da Italia, Spagna, California e Australia. Tuttavia, la regione più importante è Bordeaux i cui vini stanno dominando la scena degli investimenti. A causa del suo volume, delle dimensioni e della liquidità nel commercio, si stima che Bordeaux rappresenti oltre il 70% del mercato *IGW* (Robinson-Johnson, 2002) e pesi per l'84% nell'indice *Liv-ex 100* (Liv-ex 2014). Questa regione è quindi vista come "*blue chip of wine investment*" (Sokolin, Bruce, 2008). Bordeaux è una vecchia regione vinicola storica situata nella parte sud-occidentale della Francia. Le sue tradizioni vinicole risalgono al I secolo quando i romani introdussero la vinificazione nella regione. Sono presenti 54 diverse denominazioni, fino a 120.000 ettari suddivisi tra circa 7.300 produttori diversi. Ha mediamente una produzione annua di 675 milioni di bottiglie, il che equivale al 15-20% della produzione totale francese e all'1,5-2% di quella mondiale (BBR 2011). In termini di valore, la produzione annuale vale oltre 2 miliardi di euro. Tuttavia, solo una piccola parte di essi è considerata *IGW*. Le prestigiose bottiglie adatte agli investimenti provengono da 80-100 produttori diversi (BBR 2011; The Wine Cellar Insider 2015a).

Uno dei principali punti di differenziazione tra Bordeaux e altre regioni vinicole classificate *IGW* è che i maggiori produttori della riva sinistra di Bordeaux sono stati classificati nel 1855 in base alla loro reputazione e al prezzo di scambio, che in mercati efficienti possono essere utilizzati per determinare la qualità. La classificazione suddivide i vini in cinque diversi livelli ed è stata modificata solo due volte dal 1855 (Robinson-Johnson, 2002) e per questo motivo è stata criticata più volte. Il tempo muta, i produttori cambiano proprietario e alcuni produttori sono stati divisi, il che significa che la classificazione non fornisce un quadro aggiornato dell'attuale classifica di qualità. Tuttavia, questo sistema ha tradizioni e storia ed è noto ai consumatori, ciò rende Bordeaux sulla riva sinistra molto più trasparente di Borgogna, Piemonte, California, ecc.

I vini *IGW* devono possedere alcune caratteristiche:

- essere prodotti da un noto o prestigioso Chateaux con una reputazione eccezionale;
- raggiungere il picco di maturità almeno 10 anni dopo l'imbottigliamento ed essere in grado di durare per almeno 25 anni;
- apprezzarsi in valore con l'aumentare dell'età: questo può essere dimostrato attraverso un record coerente di apprezzamento oltre 10 anni o più;
- essere abbastanza disponibili sul mercato per rendere il vino un bene negoziabile. Se un vino viene prodotto in piccole quantità, potrebbe essere raro venderlo, riducendo l'utilità dei vini come investimento;



- aver ricevuto un punteggio di 95 o superiore su una scala da 100 punti, da uno o più noti critici del vino (1).

## 2.2 LE BLUE CHIPS

Nei vini di alta qualità, per analogia con i mercati finanziari, il termine i "blue chips" si riferisce ad una sorta di listino delle quotazioni che elenca i vini (le etichette) migliori e più pregiati (caratterizzati da grandissimo valore enologico e da alto contenuto d'immagine).

Per essere considerata una *blue chip*, il vino deve avere delle caratteristiche specifiche:

- deve essere raro, quindi nel mondo devono circolare poche bottiglie;
- deve avere una conservazione perfetta e, pertanto, deve provenire da cantine certificate; la bottiglia avrà un valore maggiore se proviene da un famoso collezionista o, meglio, dalla stessa azienda produttrice;
- deve aver avuto delle recensioni critiche estremamente positive (100 punti Parker) (59);
- deve provenire da una grandissima annata;
- deve essere longevo.

Solitamente gli investitori puntano molto sui vini francesi, in particolari sui vini bordolesi provenienti dai grandi Chateaux: Lafite, Margaux, Mouton-Rothschild, Latour, Haut Brion, Petrus, Cheval Blanc e d'Yquem. Sempre in Francia la Romanée Conti proviene dalla Borgogna e soprattutto con l'annata 2005, sta raggiungendo quotazioni che sfiorano i 10.000 euro.

Le *blue chips* italiane sono in primo luogo i toscani Sassicaia (su tutte, l'annata 1985), Brunello Biondi Santi, Masseto, Ornellaia, Tignanello e Solaia. Seguono poi i piemontesi con i Barolo di Sandrone, Gaja, Conterno, Ceretto, Giacosa, Mascarello. Un buon andamento nelle aste internazionali, lo stanno avendo anche alcune "creazioni" della nuova enologia italiana: l'umbro Sagrantino di Montefalco "25 anni" di Arnaldo Caprai, il toscano Sammarco e la Vigna d'Alceo del Castello dei Rampolla, le Pergole Torte del toscano Montevertine, il Turriga, il Siepi, il Fontalloro, il Redigaffi, il Messorio, il Terre Brune, il Montiano, il Montevertrano, il Flaccianello.

Se l'investimento è mirato a certe *blue chips* del vino, si ottengono guadagni molto elevati in tempi anche relativamente brevi. Chateau Le Pin 1998, ad esempio, cassa da 12 bottiglie, nel 1999 valeva 800 sterline. Nel 2003 valeva 1.550 sterline, con un incremento del 27% annuo.

Un esempio italiano riguarda Biondi Santi, storica griffe che ha creato il Brunello di Montalcino, che è la cantina a più alto indice di rendimento in Italia: la Riserva 1955 - unico vino del nostro Paese inserito tra i dodici migliori del Novecento nella classifica di Wine Spectator, la "bibbia" enologica degli Usa - si è rivalutata del 141.923% sul valore iniziale e la Riserva 1945 si è incrementata dell'85.112%.

---

(1) Una valutazione del vino è un punteggio assegnato da uno o più noti critici dopo una degustazione. Questo è quindi il punteggio di qualità soggettivo del vino. La scala da 100 punti è la scala più comunemente usata per classificare il vino nell'industria del vino fine ed è la scala del critico enologico Robert Parker. Il sistema di classificazione dei vini di Parker impiega una scala di qualità di 50-100 punti per definire la qualità di un vino.

## 2.3 PROFILO DELL'INVESTITORE IN VINI

Esistono tre tipi di acquirenti di vino: l'investitore, il collezionista e il consumatore.

### L'investitore

La figura dell'investitore puro nel vino è relativamente nuova.

Trattasi di una persona o un fondo che acquista il vino, con la prospettiva di venderlo a un prezzo più elevato in un secondo momento.

Gli investitori sono aumentati in particolare negli ultimi decenni in cui le nuove tecnologie hanno reso il commercio del vino meno costoso e più liquido.

Abbiamo due tipi di investitori:

- **Speculator**  
Comprano solo per fare profitto. Non consumano nessuna bottiglia che acquistano ma le rivendono tutte quando il prezzo aumenta e pensano che abbia raggiunto il picco. Spesso non vedono nemmeno una volta di persona i loro investimenti perché si affidano ad un commerciante per l'acquisto e vendita delle bottiglie e ad una società di magazzini specializzati nella conservazione di vino pregiato per affidare loro le bottiglie durante il periodo di invecchiamento. Pagano il costo di custodia in ambienti controllati per temperatura, umidità, luce, vibrazioni e suoni e l'assicurazione sulle bottiglie fino a quando non vengono vendute. Hanno già un portafoglio diversificato e sono alla ricerca di investimenti alternativi per migliorare il profilo rischio rendimento di un portafoglio tradizionale. L'orizzonte di investimento di queste persone è in media 10 anni, sebbene alcuni investano anche con orizzonti più brevi di 3 o 5 anni.
- **Investitori specializzati nel segmento dei vini d'annata**  
Professionisti affermati e rispettati nel mondo dei vini pregiati, spesso con titoli accademici e/o esperienze professionali che si occupano di tutto il processo d'investimento in vini pregiati. In cambio di una commissione, offrono spesso un servizio "chiavi in mano" al cliente finale che si deve solo preoccupare di depositare la somma che vuole investire e scegliere su che vini investire sulla base della consulenza e delle proposte di investimento suggerite dagli investitori professionali.

### Il collezionista

In questo cluster comprendiamo una persona, un *wine club* o un'azienda che acquista vino come parte di una collezione o per un successivo consumo, o per degustazione o semplicemente per la gioia della raccolta. Questo tipo di investitore acquista tipicamente il vino giovane, lo conserva fino alla maturità quando metà della collezione viene venduta per finanziare il vino rimasto e i nuovi acquisti: "comprane due, vendine una e bevine una" (con i profitti fatti sulla vendita di parte delle bottiglie comprate inizialmente, è molto spesso in grado di "ripagarsi" il costo delle bottiglie bevute).

Il collezionista è normalmente il più appassionato di vino delle tre figure, poiché trae gioia dal parlare della collezione, della storia del vino e delle degustazioni future e passate.

Secondo la ricerca Barclays (2012), il tipico collezionista di vini è un *HNWI (High net worth individual)*, di solito un senior manager di grandi aziende, un imprenditore o un professionista finanziario. Detiene circa il 12% della sua ricchezza in preziosi e oggetti da collezione, incluso il 2% nel vino. C'è una grande probabilità che possieda anche un'automobile classica. L'investimento è fatto da una prospettiva sociale piuttosto, che finanziaria pura; quindi, il 39% dei collezionisti di vino considera la sua collezione inestimabile.

## Il consumatore

Il consumatore acquista il vino con l'obiettivo di consumarlo nel prossimo futuro, questo può essere un vino "medio", ma anche un lussuoso vino pregiato. I consumi possono essere fatti in un ristorante, per una degustazione o semplicemente per la gioia del consumo.

Secondo Robinson e Harding (2015), l'investitore è tipicamente europeo, i collezionisti americani e i consumatori asiatici.

Questa è una distinzione molto rigorosa, tuttavia molti nuovi ricchi stanno acquistando vino per consumarlo, a causa del suo prestigio e delle sue caratteristiche sociali.

Queste diverse abitudini di acquisto possono essere notate nel consumo commerciale sui diversi mercati. In Cina e nella regione del Pacifico asiatico il consumo commerciale è più elevato di qualsiasi altro mercato, il che significa che le persone provano piacere a consumare vino in ristoranti, pub, club e hotel - luoghi pubblici - sia per il godimento immediato che per mostrare lo stato sociale.

D'altro canto, il Nord America ha il consumo commerciale più basso rispetto al consumo totale, il che significa che gran parte del vino nella regione è destinato a investimenti, raccolta o godimento in privato.

## **2.4 MODALITÀ DI INVESTIMENTO NEL VINO**

Gli investimenti nel vino possono essere effettuati direttamente o indirettamente. Il modo diretto è quello di acquistare le bottiglie del momento, conservarle e successivamente venderle, a un prezzo più alto per ottenere una plusvalenza. Gli investimenti indiretti nel vino possono essere effettuati tramite fondi specializzati nel vino che acquistano e vendono le bottiglie o investendo nelle azioni delle aziende vinicole, assumendo che il prezzo delle azioni sia correlato all'andamento del mercato del vino. I vantaggi e gli svantaggi dei diversi metodi saranno analizzati in modo approfondito. Il metodo migliore varia in base alle esigenze, alla conoscenza e alla preferenza di rischio del singolo investitore.

### **2.4.1 INVESTIMENTO DIRETTO NEL VINO - INVESTIMENTO IN BOTTIGLIE REALI**

L'acquisto e la vendita di bottiglie *IGW (Investment Grade Wines)* possono essere effettuati in due modi diversi. Il mercato primario si chiama *En Primeur (Wine Futures)*: l'acquirente acquista il diritto a un vino specifico prima che venga imbottigliato. Il mercato secondario è quando l'acquirente acquista le bottiglie effettive con consegna immediata da un commerciante di vini o tramite un'asta. Di seguito saranno evidenziati i vantaggi e gli svantaggi dei due mercati.

#### **2.4.1.1 Mercato primario - En Primeur**

Nel mondo del vino significa che un consumatore sta acquistando un vino specifico di un'annata definita prima dell'uscita della bottiglia reale, in altre parole un contratto futuro per un vino definito (acquisto di vino che deve essere ancora imbottigliato ad un prezzo scontato, nella speranza che si possa apprezzare una volta imbottigliato e generare così un premio). Gli investimenti *en primeur* sono in qualche misura simili ai *futures*.

Il principio dell'acquisto di vini pregiati "*en primeur*" è stato sviluppato dai Chateaux e dai commercianti di Bordeaux nel XX secolo. Questo sistema esiste dai primi anni venti e ha attirato l'attenzione del pubblico fin dagli anni '70 e '80 (Ecep 2014).

Il sistema funziona nel modo seguente: ogni primavera, i campioni di botte della vendemmia dell'anno precedente vengono assaggiati dai principali critici del vino, che esprimono commenti e punteggi per la

qualità e il potenziale del vino e della vendemmia in generale. I produttori rilasciano una parte del raccolto, chiamata anche tranche, per essere venduta come *En Primeur*. Gli acquirenti della tranche sono mediatori di vino che hanno contratti a lungo termine con i produttori, che li obbligano ad acquistare ogni anno indipendentemente dalla qualità della vendemmia. I broker del vino vendono il contratto a un commerciante, che lo rivende al consumatore finale o all'investitore.

Questa catena di transazioni sposta sostanzialmente il rischio dal produttore al consumatore / investitore e la liquidità dal consumatore / investitore al produttore. I produttori sono i beneficiari più ovvi del sistema; la produzione di vino e l'invecchiamento del vino impegnano molto capitale - questo può essere ridotto vendendo un bene in produzione per contanti prima della consegna. *En Primeur* è quindi una forma di finanziamento economico per i produttori. Inoltre, il contratto con i broker del vino può essere visto come una copertura contro cattive annate per i produttori. Il broker, in qualità di intermediario, è responsabile della distribuzione e della commercializzazione del vino e per questa transazione viene addebitato uno spread (in genere tra il 15-20%). Infine, l'investitore / consumatore acquista il contratto futuro nella convinzione che il prezzo aumenterà quando il vino verrà immesso sul mercato. L'investitore / consumatore beneficia inoltre della conoscenza della storia della bottiglia, che riduce al minimo il rischio di frode e cattivo stoccaggio.

Il rischio per il broker è l'obbligo di acquistare un numero minimo di bottiglie in annate sfavorevoli, al fine di mantenere il diritto di acquistare in annate buone e conservare i buoni rapporti con il produttore. Un altro rischio per il broker è una bassa domanda di annate meno interessanti, che può portare ad un aumento dei costi delle scorte. Il rischio per l'investitore / consumatore è che il prezzo effettivo per il vino quando viene immesso sul mercato è inferiore al prezzo pagato in *En Primeur*, con conseguente perdita finanziaria alla consegna del vino. Un ulteriore svantaggio per il consumatore è che potrebbe non essere possibile acquistare la quantità desiderata di bottiglie in grandi annate, a causa dell'elevata domanda (Decanter 2014).

Fino alla metà degli anni 2000, il sistema *En Primeur* rappresentava il modo migliore per acquistare vini bordolesi a prezzi convenienti. Negli ultimi anni i prezzi sono aumentati, in parte a causa di due annate straordinarie, il 2009 e il 2010, e acquistare in anticipo è diventato una sorta di scommessa, con rischi maggiori per premi potenzialmente bassi. Da allora i prezzi sono stati lenti a tornare in linea con i punteggi della critica nelle annate e ciò ha potenzialmente avuto un effetto dannoso sul marketing delle campagne *en primeur*.

Gli studi sui prezzi di *En Primeur* mostrano infatti che gli ultimi anni sono stati il "mercato dei venditori" e i collezionisti hanno perso denaro acquistando *En Primeur*. Ogni annata dal 2008 ha sottoperformato, il che significa che il prezzo di uscita è stato inferiore al prezzo di *En Primeur* (Liv-ex 2014a). Ciò ha portato a una crescente pressione sui broker, quindi i loro bilanci sono cresciuti (a causa della crescita delle scorte) e la domanda è in calo. Inoltre, gli acquirenti stanno perdendo fiducia in *En Primeur* come un buon investimento, quindi i produttori hanno aumentato notevolmente i prezzi e hanno "spremuti" la maggior parte degli utili dal mercato di *En Primeur*.

#### **2.4.1.2 Mercato secondario - Commercianti e aste**

L'acquisto di *IGW (Investment Grade Wines)* da un commerciante di vini pregiati è un modo semplice per acquisire vino poiché la transazione avviene come qualsiasi altra transazione al dettaglio. Il commerciante offre in genere un assortimento delle annate più recenti ai prezzi indicati e la consegna avviene immediatamente. Ciò significa che un investitore sa esattamente cosa sta acquistando e a quale costo. Il prezzo fisso rende la transazione tranquilla, rispetto al trading di azioni o all'acquisto di vino nelle aste. Diversi commercianti offrono la conservazione del vino in perfette condizioni, il che significa che è possibile effettuare una transazione semplicemente chiamando o inviando un'e-mail al commerciante. Un ulteriore

vantaggio dell'acquisto da un commerciante è la possibilità di conoscere il *track record* dei vini. Dato che il commerciante in genere commercia con un certo numero di fornitori che trattano con importatori e / o broker, tutto è documentato, il che significa che è possibile seguire il movimento del vino. Ciò è un vantaggio sia in termini di mantenimento delle condizioni di conservazione corrette che della prevenzione delle bottiglie contraffatte. Gli svantaggi della negoziazione di *IGW* con un commerciante di vino locale sono innanzitutto che i prezzi tendono ad essere più elevati a causa dei numerosi intermediari e della mancanza di concorrenza locale. Inoltre, potrebbe non essere possibile trovare le bottiglie o le quantità desiderate, sia di annate più giovani, ma in particolare di annate più vecchie. Internet ha aumentato la trasparenza dei prezzi del vino; siti come "*wine-seacher.com*" hanno consentito ai consumatori e agli investitori di confrontare i prezzi su bottiglie specifiche dei commercianti di tutto il mondo. Questo è un grande vantaggio per l'investitore; tuttavia, porta a una minore lealtà verso un commerciante specifico, il che significa che i benefici derivanti dal commercio con un tale commerciante di vino saranno meno applicabili. Un altro vantaggio del commercio del vino su Internet sta nel fatto che una serie di broker di vino hanno creato piattaforme online in cui è possibile scambiare *IGW*. Lo stesso broker offrirà anche spazio di conservazione, il che significa che la consegna non avverrà fisicamente e ciò rende possibile scambiare vino più come trading di azioni, obbligazioni o materie prime. Le maggiori possibilità di trading online hanno creato un mercato interessante per i truffatori. Il commercio del vino è un mercato non regolamentato, il che significa che chiunque può principalmente creare un sito *Web* e offrire *IGW* a prezzi interessanti. Pertanto, l'investitore rischia di acquistare un vino che non esiste o un vino contraffatto. Svantaggi meno gravi del trading da parte dei commercianti online sono la mancanza di *due diligence* personale e la possibilità di acquistare casse incomplete.

L'altro modo di acquistare bottiglie pregiate nel mercato secondario è la casa d'aste. L'acquisto di vino all'asta è stato comune per decenni e le grandi case d'aste come Sotheby's e Christie's hanno reparti speciali per il vino. Tuttavia, è anche possibile scambiare vino tramite molte piccole case d'aste online e offline. Il brivido delle aste ha attirato l'umanità per secoli e l'idea di fare un affare è applicabile anche al vino. Il vantaggio principale dell'acquisto di vino nelle aste è l'accesso a vini rari di grande annata. Tuttavia, gli svantaggi delle aste sono molti: il rischio principale è l'acquisto di bottiglie contraffatte. Il numero di *IGW* contraffatte sul mercato è aumentato insieme ai prezzi del vino negli ultimi decenni, pertanto molte case d'asta utilizzano agenti enologici specializzati per rilevare potenziali frodi prima di andare all'asta. Il prezzo delle bottiglie potrebbe anche comportare uno svantaggio per l'investitore; prima di tutto le case d'aste in genere applicano una commissione del 10% -25% sia per il venditore che per l'acquirente (Sotheby, 2013). In secondo luogo, l'insorgenza della febbre dell'asta potrebbe portare a prezzi molto più elevati di quelli stimati dall'investitore, di conseguenza l'affare scompare. Un altro svantaggio delle aste è la quantità di lavoro impiegata; è necessario ricercare quali lotti e bottiglie siano messi all'asta quando e dove, e come sempre l'investitore non è sicuro di ottenere le bottiglie effettive al prezzo desiderato.

Il 20 marzo 2019 durante una vendita di vino detenuta da Christie's è stata aggiudicata una confezione da 12 bottiglie del Domaine de la Romanée-Conti 1988, della Borgogna per £ 232,750 (\$ 305,135). L'intera vendita (nove lotti su dieci venduti) ha incassato 1,3 milioni di sterline.

Comprare bottiglie *fine wines* presuppone tempi lunghi di investimento: rendimenti significativi possono essere visti dopo almeno dieci anni.

Secondo *Liv-ex* (società inglese che analizza domanda e offerta dei *fine wine*) negli ultimi quindici anni i collezionisti di vino hanno avuto rendimenti maggiori rispetto a chi ha investito in borsa. Il *Liv-Ex 100* ed il *Liv-Ex 1000* dal 2004 al 31 dicembre 2018 sono cresciuti rispettivamente del 213% e del 258%, contro un 144% dello Standard & Poor's 500 di Wall Street e il 59,2% dell'indice Ftse 100 londinese (Liccione, 2019).

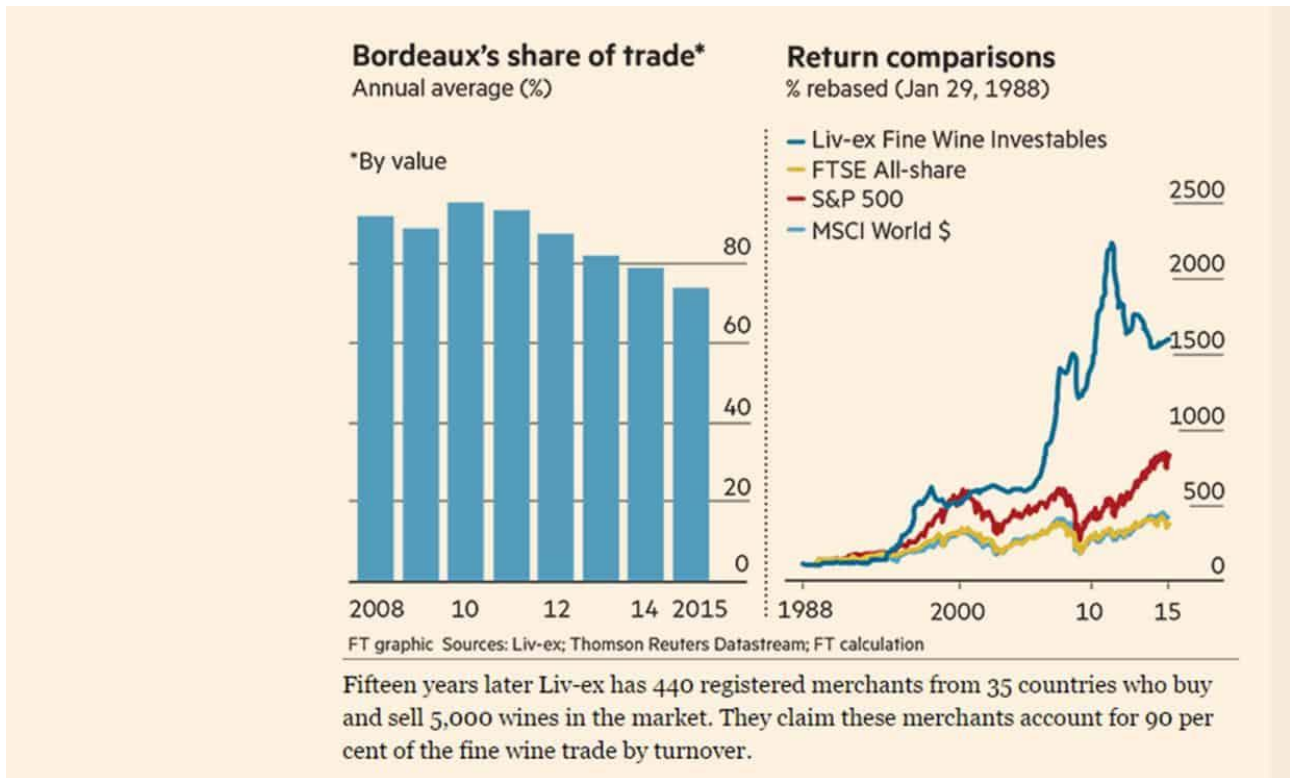


Figura 4 - Confronto tra i rendimenti: vini vs borsa  
Fonte: Liv-ex; Thomson Reuters Datastream

## 2.4.2 INVESTIMENTO INDIRECTO NEL VINO - FONDI E AZIONI

Esistono due modi indiretti di investire nel vino. Il più immediato dei due è quello di investire in un fondo, che investe nelle bottiglie più apprezzate. La seconda opzione è quella di investire in aziende che operano nel settore vitivinicolo, come produttori o commercianti

### 2.4.2.1 Fondi di vino

Un fondo che investe nel vino è un fenomeno relativamente nuovo; il primo fondo vinicolo, *Ascot Wine Management*, ha iniziato ad operare nel 1999 (FT, 2011). Si stima che il mercato sia piccolo con non più di 20 fondi registrati, che hanno meno di 10 anni, situati principalmente in Europa, con pochi in Asia e negli Stati Uniti (FT, 2013). Nel 2011 i mercati totali dei fondi per il vino sono stati stimati in £ 150-200m (FT, 2011).

A titolo esemplificativo possiamo citare il *WineSourceFund*, che ha reso oltre il 30% netto agli investitori sin dal lancio nel settembre 2012, con una sovraperformance significativa rispetto ai principali concorrenti e agli indici di riferimento.

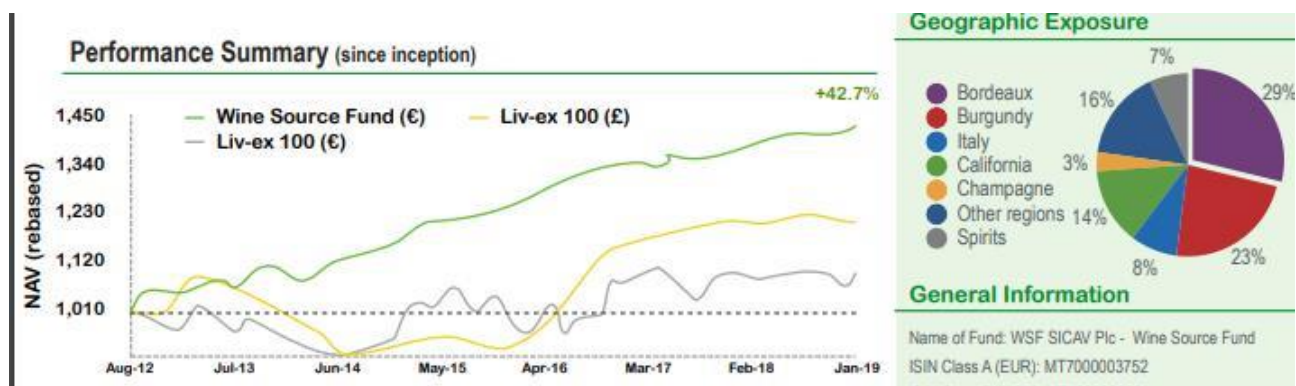


Figura 5 – Andamento del Winesourcefund

Il fondo inglese *The Wine Investment Fund* fondato nel 2003 (uno dei più longevi) ha prodotto ottimi risultati nel corso degli anni. Lo scopo di questo fondo è quello di acquistare vino che abbia il potenziale per conseguire un rendimento elevato e fornire rendimenti assoluti e per tale motivo i gestori scelgono prevalentemente i vini dei migliori Bordeaux Châteaux. In Italia c'è il *VintHedge Italian Wine Growth Fund* (trattasi di Sicav con sede in Lussemburgo) che investe direttamente in vini pregiati italiani e mira a generare una *absolute returne*, con una scelta di bottiglie eccellenti, cercando di sfruttare la crescente domanda di vini italiani nel mondo. *The Bottled Asset Fund* ha valorizzato i suoi esclusivi rapporti sul mercato vinicolo italiano per acquisire direttamente dai produttori i vini *Premium* italiani a prezzi vantaggiosi e in quantità appropriate. Il portafoglio *BAF* è diversificato tra *blue chips italiane*, *premier Champagne*, *premier Borgogna*, selezionati produttori di Spagna, Germania, Austria e *First Growth Bordeaux*.

I vantaggi di investire attraverso un fondo sono diversi. Il primo è la diversificazione; il fondo investirà in diversi vini di diverse annate e produttori, in cui l'investitore personale in genere può permettersene solo alcuni. Competenza e convenienza sono altri vantaggi, i fondi hanno esperti per seguire quotidianamente il mercato del vino, hanno abbonamenti su tutte le riviste che danno accesso alle ultime valutazioni, ciò è costoso e richiede tempo per il singolo investitore. Infine, il fondo si occuperà dello stoccaggio e della consegna, il che significa che l'individuo non dovrà preoccuparsi della *due diligence* e delle condizioni di stoccaggio.

Investire attraverso un fondo del vino presenta anche una serie di svantaggi. I diversi fondi applicano le commissioni per la loro gestione e commissioni sui rendimenti, il che significa che l'investitore potrebbe perdere denaro se il fondo non ha un rendimento superiore a quello delle commissioni fisse. Investendo attraverso i fondi, l'investitore non ha alcun controllo sul portafoglio e sulle proprie preferenze e ritiene che non siano presi in considerazione nell'investimento. Infine, l'investitore perde l'effetto "*show-off*" in cui l'investitore può parlare degli specifici *IGW* di sua proprietà e mostrare le bottiglie a parenti e appassionati di vino.

A causa della mancanza di regolamentazione, dell'inefficiente trasparenza dei prezzi e dell'irregolarità dell'*IGW*, esistono numerosi esempi di frodi e fondi falliti. La causa più comune è la mancanza di liquidità, quando i mercati registrano scarse performance, gli investitori vogliono liquidare le loro posizioni, il che significa che i fondi del vino a tempo indeterminato detengono attività illiquide (*IGW*) finanziate con capitale a breve termine (FT, 2013; Thinkadvisor, 2013). *Vintage Wine Fund*, una volta detentore di più di \$ 100 milioni, ha esaurito la liquidità nel 2013 ed è stato costretto alla liquidazione (NYT, 2014; FT, 2013). *Ascot Wine Management*, il primo fondo, ha dovuto affrontare la liquidazione solo 5 anni dopo il suo lancio, principalmente perché le attività erano periferiche rispetto al core *IGW* e quindi ancora più illiquide (FT, 2013). *Nobles Cru*, con sede in Lussemburgo, è un altro esempio di fondo in fallimento, una volta il più grande al mondo con attività per un valore di 109 milioni di euro, ha utilizzato metodi di determinazione del prezzo

alternativi, anziché seguire l'indice *Liv-ex* ampiamente utilizzato. Hanno affermato che i loro vini erano più rari dell'*IGW* standard per dare valutazioni più elevate (FT, 2013). Infine, *Bordeaux Fine Wine* può essere classificato come un classico "*Ponzi Scheme*" in cui il denaro investito è stato utilizzato per pagare i venditori e pagare i primi investitori; il finanziamento ha dovuto affrontare una carenza di £ 12 milioni (Telegraph, 2014).

#### 2.4.2.2 Imprese collegate al vino quotate in borsa

Investire in aziende vitivinicole sul mercato azionario è un modo indiretto di investire nel vino: comprare azioni di società che producono o distribuiscono vino. Esistono diverse società quotate che operano nel settore vitivinicolo - ad esempio Barón de Ley (Spagna), Diageo (Regno Unito), Pernod Ricard (Francia) o Treasury Wine Estates (Australia). Investire nelle aziende vinicole in alternativa alle bottiglie del momento si basa sul presupposto che quando i prezzi del vino aumentano, aumenta anche la redditività delle aziende.

I vantaggi dell'investimento in queste società sono che i costi di transazione sono bassi e la liquidità è elevata, anche se alcune società sono illiquide rispetto al mercato azionario generale. Tuttavia, pochissimi produttori *IGW* sono quotati sul mercato azionario, il che significa che investire nelle aziende vinicole quotate è come investire in un produttore di automobili che produce in serie invece di acquistare un'auto d'epoca di fascia alta. Altri problemi collegati all'investimento nelle aziende legate al vino stanno nel fatto che le decisioni di gestione influenzano la performance delle aziende. Inoltre, molte delle più grandi aziende vitivinicole sono conglomerati, che operano non solo nel settore vitivinicolo, ma in un più ampio birrificio o industria del lusso. Aziende famose come Altria Group (ex Philip Morris Companies Inc.), LVMH e Pernod Ricard, possiedono alcuni dei grandi marchi del vino: Chateau Ste. Michelle, Dom Perignon, Chateau d'Yquem e Pierre Jouët. Tuttavia, solo una piccola percentuale delle entrate totali delle imprese proviene da attività legate al vino. Il 2% del gruppo Altria e il 14% delle entrate di LVMH provenivano da attività legate al vino (LVMH 2013; Altria 2013).

Nel 2004 Mediobanca ha realizzato un indice mondiale dei prezzi delle azioni vinicole. Oggi questo indice comprende 50 società emittenti di 55 titoli trattati in 22 Borse, la cui capitalizzazione, a fine marzo 2018, era pari a 57,6 miliardi di euro. La capitalizzazione dei titoli che compongono questo indice è aumentata del 12,2% tra marzo 2017 e marzo 2018.

I numeri migliorano allargando l'orizzonte temporale: dal gennaio 2001, l'indice di Borsa mondiale del settore vinicolo in versione total return (comprensivo dei dividendi distribuiti) è cresciuto del 719,6%, meglio delle Borse mondiali (+80% circa per l'MSCI Net Total Return World). Quasi il triplo dell'oro che dal gennaio 2001 al marzo 2018, ha visto salire le sue quotazioni, con un'impennata in coincidenza della crisi greca e un successivo ripiegamento nel momento in cui è tornato un certo ottimismo sui mercati, del 278%.

Non tutti i Paesi hanno partecipato allo stesso modo alla cavalcata del +720%. La migliore performance in termini relativi – ossia al netto delle dinamiche delle Borse nazionali – è stata realizzata dalle società del Nord America (+744,6%), dell'Australia (+163,5%) e della Francia (+100%), mentre in altri Paesi le società vinicole hanno reso meno della Borsa nazionale: è successo in Cile (-40,1%) e in Cina (-73,4%).

In Italia le prime aziende sono state quotate a Piazza Affari nel 2015: una è la IWB-Italian Wine Brands, che controlla la Giordano Vini e la Provinco, l'altra è Masi Agricola. I titoli della IWB al 22 marzo 2018 quotavano 13,15 euro per un valore di Borsa di circa 75 milioni, in rialzo del 32% rispetto al prezzo di collocamento, mentre le azioni di Masi Agricola sempre al 22 marzo valevano 4,23 euro, l'8% sotto il prezzo di collocamento di 4,6 euro, con una capitalizzazione pari a 136 milioni.



Risultati abbastanza lontani da quelli dell'indice mondiale, che dal 2015 ha performato un +400% circa: a conferma del fatto che, se la performance globale è stata stellare, nel dettaglio la situazione cambia molto da Paese a Paese (ovvero da listino a listino).

Tuttavia, secondo Mediobanca, la Borsa resta per le aziende italiane un'occasione che è un peccato non cogliere: prendendo come base i multipli di Borsa delle società quotate sui mercati internazionali, gli analisti hanno stimato che, se tutte le 94 SPA e SRL del settore decidessero di quotarsi, avrebbero un valore di mercato complessivo di 5,3 miliardi di euro, con un "premio" sul valore contabile (3,13 miliardi) pari a circa il 70% (Paulucci, 2018).

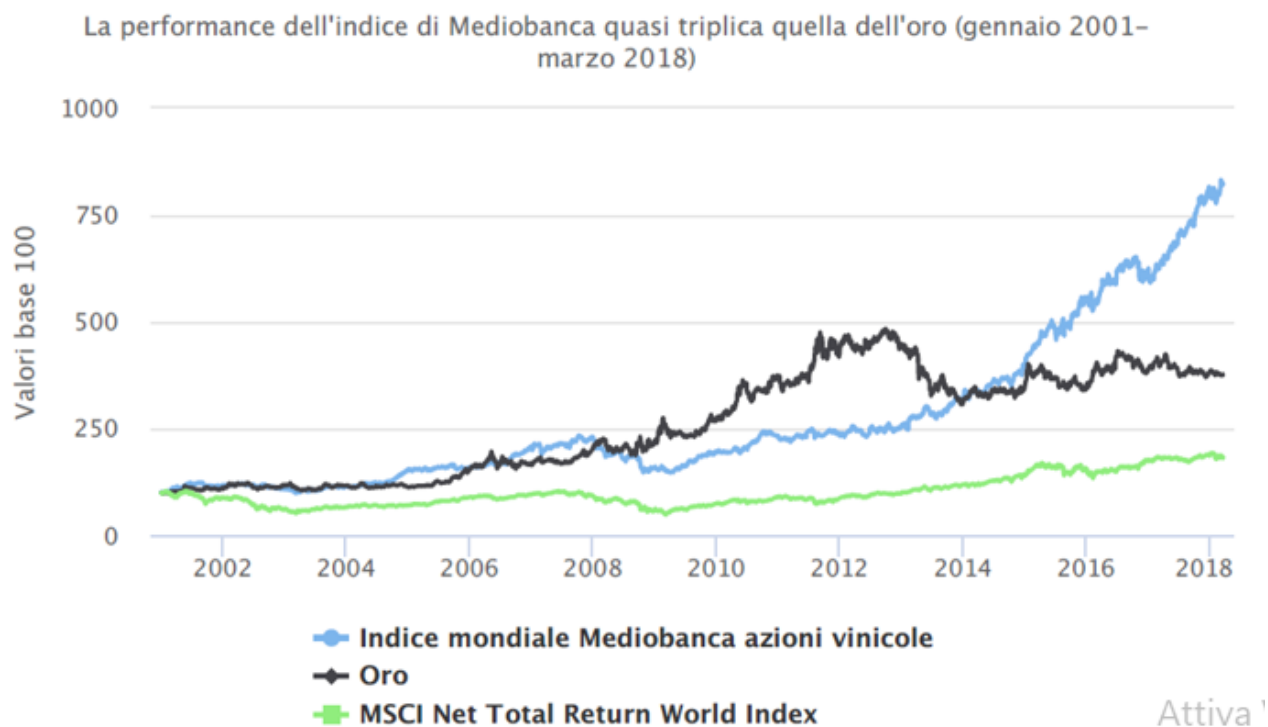


Grafico 1 – Il nettare degli dei

Fonte: Advise Only - Vino in Borsa: il boom delle aziende vinicole - Maria Paulucci - Maggio 3, 2018

## 2.5.LA DIMENSIONE DEL MERCATO

### 2.5.1 L'offerta

L'offerta mondiale di vino ha subito alcuni importanti cambiamenti nel corso dell'ultimo ventennio e si stima che le tendenze continueranno nel corso del prossimo decennio.

La superficie dei vigneti del mondo è diminuita dal 2003, anno in cui ha raggiunto il picco con 7,88 milioni di ettari, al 2011. È stato in particolare il vecchio mondo (Europa) a subire il calo. Dal 2000 la Spagna ha perso il 16% della superficie, l'Italia il 15% e la Francia l'11%, d'altra parte la Cina è cresciuta con l'87%, l'Australia il 24%, il Cile il 16% e l'Argentina l'8%. Il calo della produzione europea è principalmente legato alle filiali dell'Unione Europea. Nel corso degli anni la produzione sovvenzionata dall'UE degli agricoltori e dei viticoltori, misurata in base alla quantità prodotta, ha portato a una sovrapproduzione di vino. Successivamente l'UE ha cambiato strategia e negli ultimi anni ha pagato gli agricoltori allo sradicamento dei vigneti, portando a un significativo calo delle superfici coltivate.

Il potenziale produttivo viticolo mondiale ha segnato nel 2018 una tenuta rispetto al 2017 e ha bloccato a 7,4 milioni di ettari il trend al ribasso che si registra dal 2014, a causa del calo in Turchia, Iran, Stati Uniti e Portogallo. Nel complesso, l'Europa vede stabilizzarsi le superfici vitate a 3,3 milioni di ettari, dalla Spagna alla Romania, dalla Germania alla Svizzera. L'Italia, in particolare, conferma la tendenza al recupero del vigneto di circa 5 mila ettari arrivando a quota 706 mila (dati Oiv). Il 2018 è il terzo anno di applicazione del nuovo regolamento sulle autorizzazioni per i nuovi impianti. Nel continente asiatico, la Cina rallenta dopo dieci anni di crescita ininterrotta del vigneto e si stabilizza a 875 mila ettari. Nelle Americhe, in calo Stati Uniti, Argentina, Cile, Brasile mentre solo il Messico vede incrementare le superfici (a 34 mila ettari). Prosegue la lenta erosione del vigneto in Sud Africa, mentre in Oceania l'Australia scende a 145 mila ettari, con la Nuova Zelanda stabile a 39 mila ettari (Gianluca Atzeni, 2019).

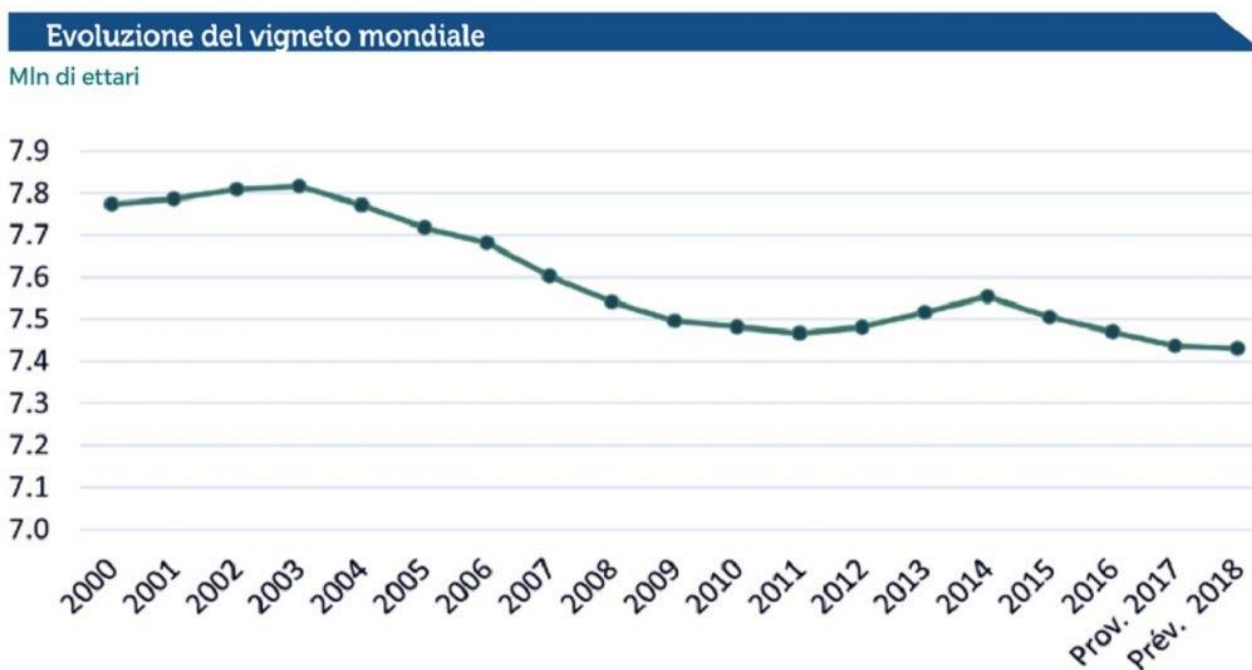


Grafico 2 – Evoluzione del vigneto mondiale

Fonte: Gambero rosso, Gianluca Atzeni, 15 aprile 2019, Vino mondiale, produzione record e scambi in aumento

La produzione di vino è volatile a causa delle condizioni meteorologiche, tuttavia segue la stessa tendenza: i mercati tradizionali producono meno vino e i nuovi mercati di più. La produzione cinese è cresciuta del 43,92% tra il 2009 e il 2012. Anche altri paesi del nuovo mondo come Australia, Nuova Zelanda e Cile hanno registrato una rapida crescita della produzione negli ultimi decenni, trainati dalle preferenze dei consumatori e dalle condizioni meteorologiche favorevoli.

## Evoluzione della produzione mondiale di vino

Mln di ettolitri

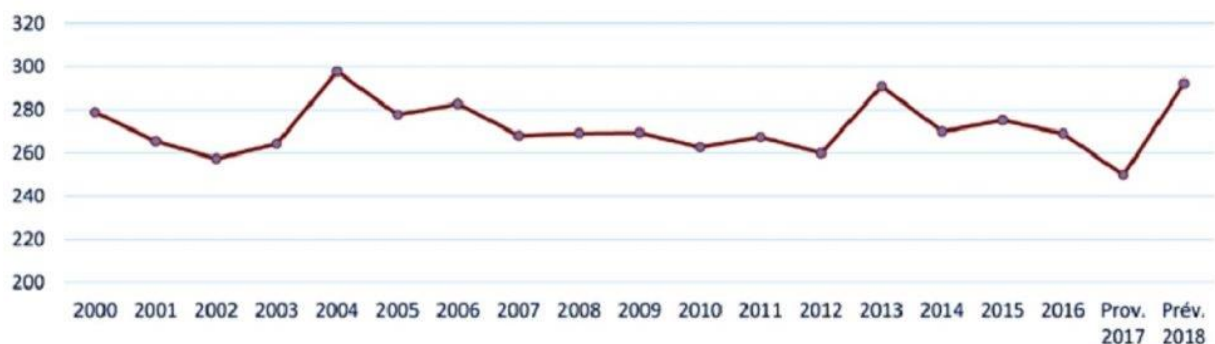


Grafico 3 – Evoluzione della produzione mondiale di vino

Fonte: Gambero rosso, Gianluca Atzeni, 15 aprile 2019, *Vino mondiale, produzione record scambiato*

Dopo l'elevatissimo ed eccezionale raccolto del 2018, la produzione mondiale di vino torna nella media degli anni precedenti. Per il 2019 l'OIV parla di una produzione mondiale di 263 milioni di ettolitri, circa il 2% in meno della media storica e il 10% in meno rispetto al 2018, considerata l'annata dei record. In generale, il clima sfavorevole ha condizionato in modo determinante le campagne di Italia, Francia e Spagna, primi tre produttori mondiali di vino, che hanno registrato quantitativi inferiori alle medie storiche. Nel continente europeo, solo il Portogallo segna una produzione superiore all'anno precedente.

Non si tratta però di un andamento omogeneo per tutte le nazioni. Italia, Cile, USA ed Est Europa sono sopra la media storica, mentre nel caso di Spagna, Argentina e Francia i dati preliminari ci indicano che il calo della produzione nel 2019 contro il record dell'anno precedente ha fatto scendere il dato finale sotto la media. I dati del 2019 riportano una vendemmia leggermente inferiore alla media storica nel suo complesso per l'Europa e leggermente superiore nel resto del mondo. L'Italia come da diversi anni guida la classifica, con una quota del 18%.

Passiamo ai dati:

Produzione mondiale di vino (hl/milioni)										
HI m	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Media
Italia	40.6	38.3	45.0	39.7	48.6	51.6	43.8	54.1	46.6	45.0
Francia	51.1	42.1	42.4	46.7	47.8	44.4	36.8	49.5	41.9	44.7
Spagna	32.5	30.4	44.7	38.2	37.2	38.8	33.0	44.9	34.3	36.6
Germania	9.1	9.0	8.4	9.2	8.9	9.0	7.5	10.3	9.0	8.9
Portogallo	5.6	6.3	6.2	6.2	7.0	6.0	6.7	6.1	6.7	6.3
Russia	7.0	6.2	5.3	4.9	5.6	6.6	5.8	5.5	6.0	5.6
Romania	4.1	3.3	5.1	3.8	3.6	3.3	4.3	5.1	4.9	3.8
Ungheria	2.8	1.8	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	3.4	3.2	2.7
USA	19.1	21.7	23.6	23.7	21.7	23.6	23.3	23.9	23.6	22.2
Cina	13.2	13.5	11.1	11.1	11.5	11.4	11.6	9.3		11.9
Australia	11.2	12.3	12.3	11.9	11.9	13.0	13.7	12.9	12.5	12.3
Argentina	15.5	11.8	15.0	15.2	13.4	9.4	11.8	14.5	13.0	13.5
Cile	10.5	12.6	12.8	10.5	12.9	10.1	9.5	12.9	11.9	10.9
Sud Africa	9.7	10.6	11.0	11.5	11.2	10.5	10.8	9.5	9.7	10.3
Other	33.1	31.5	35.2	28.8	29.7	31.3	30.9	31.9	39.7	33.5
<b>Total</b>	<b>265</b>	<b>251</b>	<b>281</b>	<b>264</b>	<b>274</b>	<b>271</b>	<b>252</b>	<b>294</b>	<b>263</b>	<b>267</b>

Figura 6 – Produzione Mondiale di vino - Fonte: OIV, La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, 5 Novembre 2019

- L'Italia subisce un calo superiore alla media ma in realtà la produzione stimata di 46.6 milioni di ettolitri è del 3% superiore alla nostra media di circa 45 milioni di ettolitri. L'Italia rappresenta circa il 18% della produzione 2019, contro la sua media storica del 17% circa.
- La Francia resta il secondo produttore mondiale, con un calo molto marcato della produzione 2019, -15%. I 42 milioni di ettolitri previsti da OIV sono il 6% in meno della media storica francese di circa 45 milioni di ettolitri, praticamente equivalente al dato italiano.
- Lo stesso andamento viene stimato per la Spagna, vista calare ancora di più, -24% da 45 a 34.3 milioni di ettolitri. Anche per la Spagna il dato sarebbe del 6% inferiore alla sua media storica di circa 37 milioni di ettolitri.
- Il quarto produttore mondiale, gli USA, hanno come sempre una volatilità molto meno marcata nella serie storica delle vendemmie. La produzione 2019 è stimata calare dell'1% soltanto, 23.6 milioni di ettolitri, +6% sulla media storica.
- Il resto del mondo vede un leggero calo del Cile, che resta sopra la media storica, e dati abbastanza allineati alle medie sia per Australia che per Argentina. Non sono purtroppo disponibili i dati relativi alla Cina che secondo OIV ha avuto nel 2018 un andamento completamente opposto a quello del resto del mondo.



### Suddivisione produzione vino mondiale 2019 *Breakdown of worldwide production in 2019*

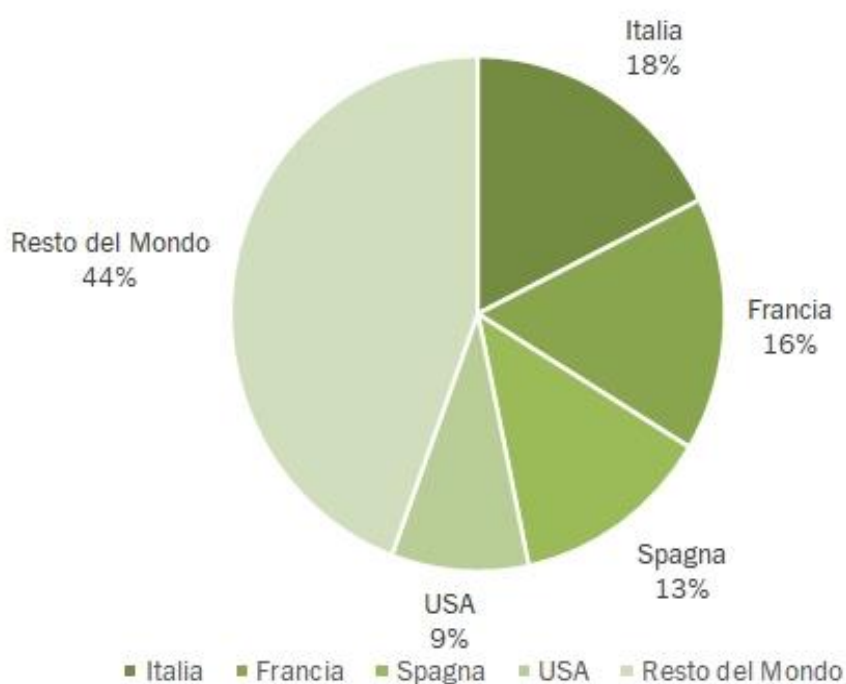


Figura 6 – Suddivisione produzione Mondiale di vino

Fonte: OIV, La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, 5 Novembre 2019

### Produzione vino nel resto del mondo



Figura 7 – Produzione vino nel resto del mondo

Fonte: OIV, La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, 5 Novembre 2019

### Produzione vino in Europa (nuova serie dati)



Figura 8 – Produzione vino in Europa

Fonte: OIV, La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, 5 Novembre 2019

### Produzione mondiale di vino (nuova serie dati, HL milioni)



Grafico 4 – Produzione mondiale di vino

Fonte: OIV, La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, 5 Novembre 2019

In termini di *IGW* l'offerta è più statica. Le regioni vinicole utilizzate per *IGW* sono state determinate secoli fa e ogni metro quadrato è coltivato a vite. Bordeaux ha 113.000 ettari di vino di controllo della denominazione (Kumar, Mahesh 2005) e l'attuale numero di fornitori di *IGW* in tutto il mondo è stimato a circa 80-100 produttori (Decanter, 2014b). Il valore del mercato *IGW* è stimato a \$ 4 miliardi all'anno (Liv-ex, 2011). Non è noto quanto aumenterà il numero in futuro, quando i nuovi mercati acquisiranno più esperienza e storia, ma ogni regione vinicola avrà sempre i suoi vini di culto.

I vini più famosi e la maggior parte dell'*IGW* è ancora europeo, tuttavia, man mano che emergono nuovi mercati, vengono prodotti nuovi prestigiosi vini pregiati. Esistono già diversi vini di culto provenienti dalla California, dall'Australia e dal Cile, che vengono commercializzati come *IGW*. Tuttavia, su scala globale, gli *IGW* provenienti dalla Francia stanno ancora dominando la scena degli investimenti e della raccolta.

L'offerta è influenzata da una serie di fattori tra cui il mutamento del clima globale e i miglioramenti tecnologici.

Il clima è un fattore importante per la fornitura di *IGW*. Diversi accademici hanno condotto ricerche degli effetti meteorologici sulla qualità del vino. Gli anni con un inverno umido, una stagione di crescita calda e un secco agosto e settembre producono uva di qualità superiore e quindi vino di qualità superiore (Ashenfelter, Orley, 2008). La volatilità delle condizioni meteorologiche danneggia l'offerta di vino pregiato, quindi le annate povere non forniscono vino di alta qualità, il che significa che il mercato degli investimenti nel vino non riceverà nuove scorte. Dopo una serie di annate con scarse prestazioni l'offerta di *IGW* è limitata, d'altra parte quando il mercato sperimenta diverse annate di grandi dimensioni di fila, l'offerta sarà al di sopra del normale.

Oltre alle fluttuazioni meteorologiche annuali, la tendenza al riscaldamento globale ha portato all'aumento delle temperature medie. La piena conseguenza dell'effetto del riscaldamento globale sulla produzione vinicola è ancora sconosciuta. Tuttavia, trattasi di una minaccia contro la produzione di vino in diverse aree famose. Le aree già calde come la Rioja, la Francia meridionale, la Toscana e la Central Valley of California stanno affrontando un problema di temperature troppo calde, in cui l'uva diventa troppo matura e quindi contiene troppo zucchero e poca acidità. Inoltre l'accesso all'acqua è un problema in aumento, considerata la recente carenza idrica in California. Il clima caldo e l'accesso limitato all'acqua possono portare a un

aumento della malattia dell'uva, che rappresenta una grande minaccia per la produzione di vino e vino pregiato.

Man mano che emergono nuove tecnologie, la conoscenza e la precisione di ogni fase della produzione del vino aumenta. I romantici potrebbero criticare l'uso emergente delle tecnologie nella produzione vinicola; tuttavia, il miglioramento tecnologico sia in vigna che nella produzione limita i guasti e migliora la qualità. Le nuove tecnologie aiutano a sviluppare la qualità del frutto, ad esempio con nuovi sistemi di irrigazione. Aiutano ad analizzare i tempi perfetti della raccolta, ad esempio i trattori con telecamere e localizzatori GPS, che determinano il periodo di raccolta perfetto per aree specifiche del vigneto. Inoltre, migliori presse e controllo della temperatura della fermentazione sono alcune delle macchine che hanno migliorato la qualità del lavoro nella produzione (Economist 2013). Si può sostenere che lo sviluppo tecnologico ha portato all'aumento della qualità nella produzione vinicola; decenni fa si supponeva che ci fossero due o tre annate straordinarie per decennio. Tuttavia, negli ultimi decenni sembra che un'annata dopo l'altra sia "l'annata del secolo". Ciò è dimostrato dal crescente numero di annate buone (oltre 90 punti) e annate straordinarie (oltre 95 punti) negli ultimi decenni. Negli anni '70 c'erano 2 annate straordinarie nel campione selezionato, che è salito a 6 negli anni '80, 11 negli anni '90 e 24 negli anni 2000 (The Wine Advocate, 2014). Allo stesso modo il numero di annate povere (inferiore a 80 punti) è diminuito da 25 negli anni 80 a solo 5 negli anni 2000. Non si sa se sia una conseguenza del miglioramento tecnologico, del riscaldamento globale, dell'ottimismo crescente della critica, o solo di una coincidenza. Tuttavia, la tendenza è che sempre più annate sono adatte alla produzione di *IGW* e l'offerta di nuovi vini pregiati è attualmente in aumento.

Un altro aspetto in cui si nota il cambiamento sia delle condizioni meteorologiche globali sia dello sviluppo tecnologico è l'aumento delle nuove regioni vinicole. L'Inghilterra del sud sembra essere la nuova regione per lo spumante, dove il terreno calcareo intorno al Sussex, nel Kent, fornisce terroir per spumanti di qualità, e la superficie totale coltivata nel Regno Unito è aumentata da 196 ha nel 1975, a 761 nel 2004 e 1.884 nel 2013 (Food Standards Agency, 2014). Allo stesso modo, i vini bianchi dello stato di New York e quelli cinesi stanno guadagnando una maggiore reputazione internazionale, soprattutto quando i cinesi, Jia Bei Lan 2009 di Ha Lan Qing Xue, hanno vinto il miglior Varietal di Bordeaux con £ 10 International Trophy (Decanter 2011).

Infine, l'offerta di *IGW* è influenzata dallo stock globale di annate più vecchie. In primo luogo, il consumo non si ferma mai, il che significa che lo stock di *IGW* maturo è in costante calo. Tuttavia, il ritmo è influenzato dalla fiducia dei consumatori e dall'ambiente economico generale. Quando l'economia è in forte espansione, il consumo è superiore rispetto alle recessioni. In secondo luogo, catastrofi naturali come terremoti o alluvioni o lo scoppio di una guerra possono distruggere vecchi ceppi di *IGW*. Tuttavia, lo stoccaggio professionale in un magazzino protetto e un ambiente politico stabile hanno ridotto i rischi. In terzo luogo, il mercato potrebbe subire shock, quando una grande quantità di *IGW* è in vendita.

Ciò è in genere applicabile se un fondo vitivinicolo o un grande collezionista privato incorrono in problemi finanziari e l'intero stock viene liquidato, ciò non modifica il totale globale, ma aumenta il lato dell'offerta e abbassa i prezzi.

Concludendo, le temperature in aumento e il clima più estremo cambiano le condizioni per le regioni tradizionali e nel frattempo stanno emergendo nuove regioni. Inoltre, i miglioramenti tecnologici aiutano il viticoltore e l'enologo a creare uve e vini di qualità superiore. Il numero di grandi vintage è cresciuto in modo significativo negli ultimi decenni, aumentando l'offerta di *IGW*.

## 2.5.2 La domanda

Con l'aumento della domanda da parte dei mercati emergenti il commercio del vino ha subito cambiamenti significativi; in particolare la Cina è passata da essere un giocatore insignificante negli anni '80 a diventare uno dei mercati principali sia in termini di qualità che di quantità durante l'ultimo decennio. La regione di Bordeaux ha registrato una crescita del 44% delle esportazioni tra il 2007 e il 2013 e la Cina è stata la principale acquirente. La quota di mercato cinese è cresciuta dal 7,18% nel 2007 al picco del 37,46% nel 2011, il che significa che tutti gli altri mercati di esportazione hanno perso quote di mercato nel suddetto periodo. Pertanto, la Cina è il mercato di esportazione più importante per Bordeaux, seguito dagli Stati Uniti e dalle Isole britanniche. Il prezzo medio dei vini Bordeaux esportati è cresciuto durante il periodo di analisi e la Svizzera-Austria sta acquistando al prezzo medio complessivo più alto, tuttavia la Cina e le Isole britanniche stanno acquistando i migliori vini più costosi. I diversi attori del mercato hanno dimostrato di cambiare significativamente l'offerta e la domanda globale storica.

## 2.5.3 - L'andamento dei prezzi del vino

Il prezzo del vino è, come la maggior parte degli altri beni e servizi nel mercato competitivo, determinato dalla teoria della domanda e dell'offerta. La qualità dell'IGW è determinata da diversi fattori come la regione, la composizione dell'uva, le condizioni meteorologiche e l'intervento umano. Inoltre, diversi altri fattori, come le opinioni degli esperti, il marchio e l'economia mondiale influenzano la domanda di IGW. Gli studi sul mercato del vino si concentrano principalmente sulla formazione del prezzo del vino, studiando l'impatto delle condizioni meteorologiche (ad es. gelo, grandine, pioggia, temperatura), variabili sensoriali (ad es. gusto, consistenza, odore), caratteristiche dell'etichetta (ad es. annata, castelli, dimensione della bottiglia, colore) e valutazione del vino da parte di un critico di spicco (ad es. Robert Parker, Jancis Robinson, punti Wine Spectator), vedere ad es. Di Vittorio e Ginsburgh (1995) e Ashenfelter et al. (1995), Combris et al. (1997). La valutazione del vino, in particolare i punti di Robert Parker, è un fattore determinante per i prezzi del vino (vedi Jones e Storchmann, 2001; Cardebat e Figuet, 2004).

## 2.6 INDICI DEL VINO – LIVE-EX LA BORSA DEL VINO PREGIATO

La crescente domanda del vino da investimento ha portato alla nascita di un mercato elettronico, con sede a Londra diventato oggi il punto di riferimento mondiale per lo scambio e la quotazione di vini da collezione.

Il *London International Vintners Exchange (Liv-ex)* è stato fondato nel 2000 da due agenti di borsa, James Miles e Justin Gibbs che hanno iniziato a Londra con un gruppo di 10 membri fondatori e con lo scopo di rendere più trasparente, efficiente e sicuro il commercio di vini pregiati e di rimuovere gli ostacoli agli scambi. Da allora, l'adesione è cresciuta ed oggi conta quasi 500 membri provenienti da oltre 40 paesi in tutto il mondo e i servizi si sono estesi per includere dati, realizzazione e tecnologia di automazione. Tutto ciò è stato reso possibile grazie al continuo supporto dei suoi membri. Tutti i giorni, i membri scambiano milioni di sterline in vino pregiato in modo trasparente, efficiente e standardizzato. Si stima che oltre il 90% degli scambi mondiali di vino pregiato si svolge sul *Liv-ex*, dove ogni giorno il controvalore delle offerte in acquisto e vendita si aggira attorno ai 50 milioni di sterline. Questi volumi sono generati da diversi tipi di investitori del vino.

Questo mercato telematico ha sviluppato diversi benchmark di riferimento. *Liv-ex* pubblica diversi indici di prezzi di vino da collezione pregiati, aggregati in base a determinati criteri per rappresentare nicchie di mercato omogenee fornendo allo stesso tempo una panoramica generale del mercato del vino pregiato. Gli indici pubblicati da *Liv-ex* sono:



- *Liv - ex Fine Wine 50*, include solo i 50 vini più pregiati di Bordeaux ("*First Growths*") e comprende solo le dieci annate più recenti (escluso *En Primeur*), senza altri criteri di qualifica applicati.
- *Liv - ex 100* è il principale punto di riferimento nel settore e rappresenta i movimenti dei prezzi tra i primi cento vini più ricercati nel mercato secondario; è calcolato mensilmente e disponibile da luglio 2001. L'indice è costituito principalmente da vini rossi di Bordeaux; tuttavia, considera anche i vini bianchi di Bordeaux e altre regioni come la Borgogna, il Rodano, lo Champagne e l'Italia. L'indice si basa sui prezzi medi Liv-ex e ponderato per tenere conto dei livelli di produzione originali e i pesi diminuiscono con l'invecchiamento del vino. In questo modo la ponderazione cattura l'impatto di ciascun componente sul mercato complessivo in modo analogo al calcolo dell'indice ponderato in base al valore nei casi di azioni. I vini inseriti nell'indice, devono avere un rating di 95 punti o superiore e attrarre un mercato sufficientemente liquido su Liv-ex. Sono escluse le annate recenti commercializzate sul mercato *En Primeur*, sono ammissibili solo i vini in bottiglia consegnati fisicamente nel Regno Unito. La revisione dell'indice è programmata ogni trimestre e condotta dal comitato di valutazione. Quando il vino ha 25 anni, viene rimosso dall'indice poichè la liquidità svanisce a causa della bassa quantità disponibile. Per garantire solidità, il prezzo medio viene calcolato dalla media del prezzo di offerta più alto corrente e del prezzo di offerta più basso sulla piattaforma di trading Liv-ex. Se una transazione è stata eseguita su Liv-ex negli ultimi 30 giorni e il prezzo della transazione è compreso tra lo spread bid-ask, viene utilizzato come prezzo medio. Ogni prezzo utilizzato per il calcolo dell'indice è verificato dal comitato di valutazione.
- Il *Liv - ex Bordeaux 500* è l'indice più completo di Liv-ex per i vini di Bordeaux. Rappresenta il movimento dei prezzi di 500 vini leader della regione e viene calcolato mensilmente utilizzando il prezzo medio Liv-ex. È stato retrodatato a dicembre 2003. L'indice comprende sei sottoindici per i vari territori di questa regione: *Fine Wine 50*, *Right Bank 50*, *Second Wine 50*, *Sauternes 50*, *Right Bank 100* e *Left Bank 200*. Il *Liv-ex 500 Fine Wine Index* si basa sul miglior prezzo di listino corrente (il più economico) degli ultimi 30 giorni per ciascun componente. *Liv-ex* raccoglie dati su elenchi dei suoi membri e persino del mercato più ampio su base regolare, il che significa che ha accesso ai prezzi più aggiornati disponibili. Il comitato di valutazione seleziona annualmente i vini ammissibili per riflettere al meglio il mercato del vino più ampio. I componenti vengono cambiati a gennaio aggiungendo il vintage più recente e rimuovendo il più vecchio. Non sono richiesti punti di valutazione minimi; tuttavia, i vini inclusi devono attrarre un forte mercato secondario.
- L'indice *Liv - ex 1000* è l'indice più globale della famiglia di indici *Liv - ex* e mentre gli indici precedenti sono in qualche modo focalizzati sui vini europei, questo indice traccia un migliaio di vini diversi in tutto il mondo, comprese entrambe le "regioni vinicole del Vecchio Mondo" come Francia, Germania, Italia, Austria e le "regioni vinicole del Nuovo Mondo": le Americhe, l'Australia e il Sudafrica. Viene calcolato mensilmente ed è stato riformulato a 100 nel dicembre 2003. Comprende sette sottoindici regionali: il *Bordeaux 500*, il *Bordeaux Legends 40*, il *Borgogna 150*, lo *Champagne 50*, il *Rodano 100*, l'*Italia 100* e il *Resto del mondo 60*.
- Infine, il *Liv - ex Fine Wine Investables* è di gran lunga il più antico indice della famiglia di indici *Liv - ex*, retrodatato a partire da gennaio 1988. In quanto tale, fornisce una visione notevole dell'evoluzione dei prezzi del vino per oltre 20 anni. Rileva circa duecento vini diversi dai ventiquattro migliori Chateaux di Bordeaux. Lo scopo di questo indice è quello di rispecchiare la performance di un tipico portafoglio di investimenti nel vino. I componenti dell'indice includono solo vini rossi di Bordeaux dei 24 Chateaux più conosciuti. I vini sono inclusi se provengono dalle ultime 15 annate; tuttavia, si qualificano annate forti che sono post 1982. I primi otto Chateaux - i cinque *First Growths* (2), Ausone, Cheval Blanc e Petrus - devono raggiungere almeno 90 punti tramite Robert Parker, mentre gli altri hanno bisogno di 95 punti.

---

(2) Questa classificazione è stata preparata per l'Esposizione Universale di Parigi del 1855: Bordeaux Wine Official. La classificazione del 1855 classifica i migliori vini di Bordeaux. I migliori vini sono assegnati a Premier Cru, che originariamente contiene solo quattro vini, Château Latour, Château Lafite Rothschild, Château Margaux e Château Haut-Brion. L'elenco è rimasto invariato fino a quando finalmente Mouton Rothschild è stato promosso Premier Crustato nel 1973.

Devono inoltre essere fisicamente disponibili sul mercato del Regno Unito, pertanto sono esclusi *En Primeurs*; le annate vengono aggiunte in base alla disponibilità fisica ogni luglio. L'indice è ponderato per il prezzo e calcolato da *Liv-ex Mid Prices* con alcuni aggiustamenti: pesi ridotti applicati se un'annata raggiunge i 15 anni; e nel caso di *Petrus* e *Ausone*, a causa dei bassi livelli di produzione. Tuttavia, *Liv-ex* ha calcolato i prezzi medi per vini selezionati dal 2001, l'indice è archiviato a gennaio 1988. I prezzi dei componenti dell'era pre-metà prezzo si basano sui prezzi storici raccolti dai principali rivenditori di vini pregiati.

- Il *Liv-ex Claret Chip Index* è costruito con i vini *Bordeaux First Growths* più costosi e con le migliori valutazioni. L'indice è ponderato per il prezzo utilizzando *Liv-ex Mid Price* - il punto medio tra la migliore offerta e la migliore offerta sullo scambio di vini pregiati *Liv-ex* - e calcolato settimanalmente. Comprende solo le prime crescite *Bordeaux* della riva sinistra, con meno di 15 anni dalla vendemmia (senza *En Primeur*) che hanno ottenuto un punteggio in bottiglia di 95 punti o superiore da *Robert Parker*. Le componenti dell'indice sono riviste secondo i criteri di qualifica ogni sei mesi a dicembre e giugno. Vini aggiunti quando fisicamente disponibili e punteggi finali della bottiglia dati (generalmente tre anni dopo la vendemmia). Nato dal desiderio di produrre un indice che sia completamente investibile e trasparente, è costituito solo dalle migliori prime crescite di *Bordeaux*. I suoi componenti sono scelti in base alle regole dell'indice, piuttosto che dal comitato, e non vi è alcuna ponderazione per la scarsità o la produzione.

*Liv-ex* fornisce non solo dati e servizi di trading online in tempo reale ma anche tutti i servizi di logistica, stoccaggio e assicurazione necessari alla compravendita del vino da investimento. Solo i compratori e venditori professionali hanno accesso al *Liv-ex* in quanto i costi d'accesso al mercato sono troppo elevati per un investitore privato. Ogni bottiglia scambiata su *Liv-ex* viene consegnata fisicamente in diverse città. In alternativa, il vino pregiato stoccato negli stabilimenti del *Liv-ex* di Londra può essere trasferito da un proprietario all'altro in modo istantaneo senza che sia spostato dal magazzino della borsa e controllato nuovamente. Per questo motivo, spesso, il vino viene scambiato dagli operatori senza nemmeno movimentarlo, fino a quando non è venduto al cliente finale che lo vuole consumare.

Al fine di rendere gli scambi più efficienti e sicuri a beneficio del consumatore finale, il *Liv-ex* ha introdotto molte innovazioni nel corso degli anni per far sì che il mercato sia sempre più trasparente e standardizzato. In primo luogo, tutti gli scambi sono stati ricondotti a tre diverse tipologie di contratto standardizzato:

- Standard-in-Bond (SIB);
- Standard-En-Primeur (SEP);
- Special.

Anche a distanza di anni i prezzi di scambio dei diversi vini, tramite questi contratti standard, rimangono perfettamente comparabili e questo ha permesso al *Liv-ex* di diventare il punto di riferimento mondiale nel mercato del vino pregiato da investimento. Non solo nella costruzione di statistiche, indici affidabili per la quotazione dei vini e nella valutazione trasparente del vino nel tempo, ma anche e soprattutto nel facilitare le operazioni di scambio fisico tra compratori e venditori, imponendo nel mercato standard prestabiliti a priori per l'incontro di domanda e offerta. In questo modo si è fatto un passo in avanti enorme rispetto ad un mercato fortemente frammentato e poco trasparente che caratterizzava gli anni prima del 2000.

Oltre ai contratti standard, il *Liv-ex* ha introdotto altre innovazioni che hanno modernizzato il mercato del vino. Tra queste il *Liv-ex Wine Identification Number* (LWIN). Trattasi di un codice numerico di 7 cifre che permette di identificare in modo univoco il tipo di vino che si sta scambiando, senza dover ricorrere a lunghe descrizioni con il rischio di commettere errori di identificazione. A queste sette cifre base, se ne possono aggiungere anche altre per indicare con esattezza l'annata, la quantità delle bottiglie oggetto dello scambio e la dimensione delle bottiglie.

<b>Index</b>	<b>Price Movements Representation</b>	<b>Components</b>
Liv-ex Fine Wine 50	Most heavily traded commodities in the fine wine market	Last ten “physical” vintages of the five Bordeaux First Growths: Haut Brion, Lafite, Latour, Margaux, and Mouton Rothschild.
Liv-ex Fine Wine 100	100 of the most sought-after fine wines for which there is a strong secondary market	Wines have attracted critical acclaim from a leading critic (a 95-point score or above) and attract a regular market on Liv-ex. They must be physically available in the UK market.
Liv-ex Fine Wine Bordeaux 500	500 leading wines and reflects trends in the wider fine wine market	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The First Growth 50: Haut Brion, Mouton Rothschild, Lafite Rothschild, Latour and Margaux.</li> <li>• The Right Bank Super 50: Petrus, Cheval Blanc, Lafleur, Le Pin and Ausone.</li> <li>• The Second Wine 50: Bahans/Clarence Haut Brion, Petit Mouton, Carruades Lafite, Forts Latour and Pavillon Rouge.</li> <li>• The Sauternes 50: Climens, Coutet, Rieussec, Suduiraut and Yquem.</li> <li>• The Right Bank 100: Angelus, Clos Fourtet, Conseillante, Eglise Clinet, Evangile, Figeac, Fleur Petrus, Pavie, Troplong Mondot and Vieux Chateau Certan.</li> <li>• The Left Bank 200: Beychevelle, Calon Segur, Cos d'Estournel, Ducru Beaucaillou, Duhart Milon, Grand Puy Lacoste, Gruaud Larose, Haut Bailly, Lagrange St Julien, Leoville Barton, Leoville Las Cases, Leoville Poyferre, Lynch Bages, Mission Haut Brion, Montrose, Palmer, Pichon Baron, Pichon Lalande, Pontet Canet and Talbot.</li> </ul>
Liv-ex Fine Wine Investible	Wines commonly found in a wine investment portfolio	Wines have scored 95-points or above from a leading critic and the top eight brands of Bordeaux – five First Growths, Ausone, Cheval Blanc, and Petrus.

Tabella 3 – Indici Liv-ex.

Fonte: The Journal of Investing, February 2014, Patrick Kuok-Kun Chu, Study on the Diversification Ability of Fine Wine Investment

## CAPITOLO 3

### FINE WINE E RECESSIONE ECONOMICA

#### 3.1 CRISI FINANZIARIE E RECESSIONE

Definire cosa sia una crisi finanziaria non è facile perché ogni crisi può assumere diverse forme e scaturire in diverse condizioni. Un recente studio del Fondo Monetario Internazionale (2018), ha identificato quattro tipologie di crisi finanziarie in base a considerazioni quantitative e qualitative:

- Crisi valutarie: un attacco speculativo alla valuta determina una svalutazione o un forte deprezzamento o costringe le autorità a difendere la moneta investendo una grande quantità di riserve internazionali oppure aumentando drasticamente i tassi di interesse o imponendo controlli sui capitali.
- “*Sudden Stop*” (anche crisi della bilancia dei pagamenti): può essere definita come una grande e improvvisa diminuzione di flussi in entrata di capitali esteri o più in generale una brusca inversione dei flussi di capitale.
- Crisi bancarie: la notizia, più o meno fondata, di una difficoltà della banca e/o il crollo del suo titolo in Borsa può dare il via alla “corsa allo sportello”, con i correntisti che vogliono in massa chiudere i loro conti. In questo modo, la banca in oggetto rischia di diventare insolvente, perché non è in grado di soddisfare l’ammontare complessivo di liquidità richiesto dai clienti allo stesso momento, ed è costretta a chiedere aiuto allo Stato oppure limitare la disponibilità di movimento sui conti correnti.
- Crisi del debito: può sfociare in una crisi di debito sovrano o privato. S’incappa in una crisi di debito quando un soggetto non può o non vuole onorare il suo debito, e quindi fa default. Ci sono vari modi per non onorare il debito: fare inflazione, non pagare gli interessi, allungare la scadenza del contratto, altre forme di sostegno.

Le crisi sono certe. Il più delle volte, però, non è possibile sapere quando accadranno.

I punti di innesco sono tanti e difficilmente prevedibili nella loro interezza, stante l’elevato numero di variabili in gioco: banche che falliscono, bolle che si gonfiano per mesi e poi si sgonfiano nel giro di una mattinata, valute in subbuglio e Stati sovrani o altri grossi emittenti che vanno in default.

Guardando al passato, però, emerge un minimo comune denominatore: le conseguenze sull’economia reale in termini di produzione, occupazione, reddito, risparmi e consumi delle famiglie.

Un lavoro di Laeven and Valencia (FMI 2018) ha contato 431 crisi dal 1970 al 2011. Se nel corso degli anni Settanta le crisi valutarie erano in media 2 all’anno, negli anni Ottanta sono diventate 7 all’anno, fino ad arrivare a 9 all’anno (sempre in media) negli anni Novanta.

Nel recente passato le crisi maggiori sono state quella dei *subprime* partita nel 2007 e quella del debito del 2011.

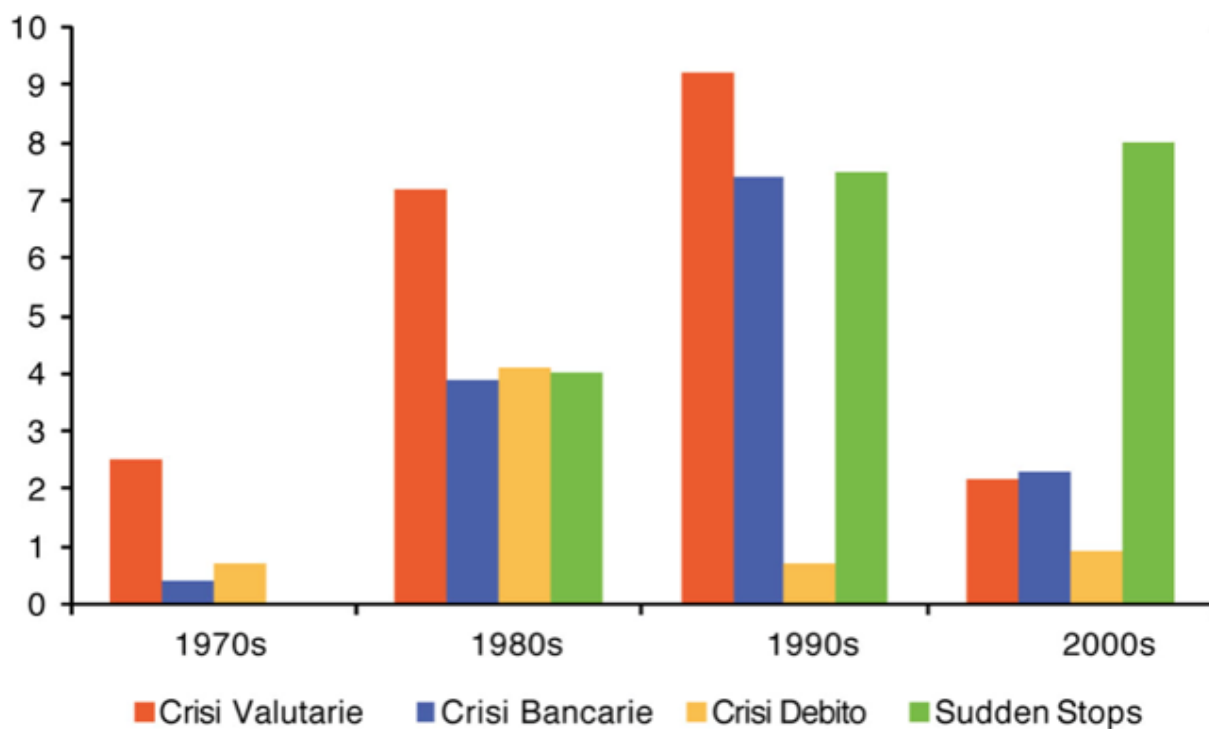


Figura 9 – La media delle crisi finanziarie nel corso dei decenni (il campione comprende 40 paesi).  
Fonte: Dell’Ariccia et altri (2011)

Nel corso degli ultimi 40 anni, le crisi valutarie e bancarie sono state le più frequenti, ma dagli anni 2000 in poi si sono enormemente ridotte di numero (non d’intensità, però, se pensiamo alla crisi Lehman). Ad oggi, i sistemi economici moderni sembrano più esposti alle crisi da *Sudden Stop*.

Molto spesso le crisi si sovrappongono. Per esempio, la recente crisi della zona euro è passata attraverso una *Sudden Stop*, una crisi di debito pubblico e una crisi bancaria. Apparentemente, le crisi bancarie hanno molto in comune con qualsiasi altra crisi.

Le crisi finanziarie, qualunque sia la causa, hanno forti effetti sull’attività economica e possono scatenare recessioni (Fondo Monetario Internazionale).

Il *National Bureau of Economic Research*, un’organizzazione di ricerca senza scopo di lucro con sede negli Stati Uniti, definisce una recessione economica come "un declino significativo dell’attività economica che si diffonde in tutta l’economia e dura alcuni mesi (.....)". Una recessione inizia subito dopo che l’economia raggiunge un picco di attività e termina quando raggiunge il suo punto più basso. Il calo dell’attività economica è misurato dai seguenti indicatori: prodotto interno lordo (PIL), reddito, occupazione, produzione industriale e vendite al dettaglio.

L’economista J. Shiskin (1975) sostiene che si può parlare di recessione economica quando un’economia presenta due trimestri consecutivi con una crescita negativa del PIL. Ci sono altri indicatori più visibili, come il fallimento delle imprese, la riduzione delle vendite nei negozi a causa del basso livello di spesa dei consumatori, il calo dei prezzi delle case o gli elevati tassi di disoccupazione.

Le cause di una recessione economica possono essere molteplici. Alcune sono la conseguenza di guerre, altre provengono da azioni politiche del Governo. In generale, una recessione economica è causata da uno squilibrio dell’economia che deve essere corretto.

Ad esempio, la causa della recessione economica del 2008 è stata un eccesso irrazionale nel mercato immobiliare. Tutti pensavano che i prezzi delle case avrebbero continuato ad aumentare, il che ha portato molte persone a comprare case che non potevano permettersi. La *Federal Reserve* statunitense ha mantenuto bassi i tassi di interesse, incoraggiando le richieste di prestiti, in particolare i prestiti "*Interest-only*", in cui vengono pagati solo gli interessi per un certo periodo di tempo. Le istituzioni finanziarie hanno creato prodotti complessi che mescolano buoni prestiti con crediti inesigibili. Quando le persone hanno iniziato a non rimborsare i loro prestiti, il mercato è andato nel panico, portando infine a fallimenti e a un piano di salvataggio governativo da 700 miliardi di dollari.

Mentre la recessione del 2008 è stata causata dall'eccessivo indebitamento dell'economia, la recessione del 2001 è stata causata dall'aumento dei prezzi delle azioni tecnologiche, che ha portato allo scoppio della "bolla tecnologica".

In passato, ogni recessione è stata unica nel suo genere, ma tutte hanno alcuni punti in comune, come i tassi di interesse elevati, le bolle dei prezzi delle attività e i livelli estremi di inflazione.

Il ciclo economico attraversa, periodicamente, quattro fasi: ripresa, espansione, rallentamento, recessione.

Quindi, dire che la recessione nasce dalla crisi finanziaria è inesatto. Può esserci recessione anche in assenza di crisi. Le crisi finanziarie, però, come fa notare l'FMI, tendono spesso a rendere le recessioni peggiori di quelle "naturali": la durata media di una recessione associata a una crisi finanziaria è di circa sei trimestri, due in più rispetto a una normale recessione.

Di solito c'è anche un più ampio calo della produzione, e non solo: le recessioni successive alle crisi mostrano cali molto più consistenti nei consumi, negli investimenti, nella produzione industriale, nell'occupazione, nelle esportazioni e nelle importazioni. Per giunta, la combinazione dei costi di ristrutturazione del sistema finanziario e di un'economia in affanno può portare il debito pubblico a salire molto rapidamente.

Gli effetti di una crisi finanziaria sui mercati sono in genere il deprezzamento della valuta, la caduta del valore di azioni e obbligazioni, un più difficile accesso ai prestiti e ai mutui e, non ultimi, rischi per la liquidità e per la mobilità dei capitali.

Le crisi finanziarie sono difficilissime da prevedere. E' possibile fare ipotesi: il ritiro delle misure straordinarie delle banche centrali e il rischio politico diffuso, oltre alla delicata situazione dei conti pubblici di alcuni Paesi sono indizi, ma non danno alcuna certezza perché le variabili in gioco sono tantissime.

La recessione economica influenza le borse.

Il mercato azionario non è uno degli indicatori che avverte di una recessione economica. Tuttavia, in una recessione economica i consumatori spendono generalmente meno, il che può portare a tagli di posti di lavoro, a rendimenti inferiori e a profitti potenziali ridotti per un'azienda. Ecco perché di solito c'è una sovrapposizione tra una recessione economica e una recessione del mercato azionario come, a titolo esemplificativo, è successo durante la recessione finanziaria del 2008 all'indice azionario Dow Jones 30 (DJ130), che rappresenta circa 30 aziende statunitensi di diversi settori.

Il riquadro giallo nel grafico 1 mostra l'indice Dow Jones 30 in calo da ottobre 2007 a marzo 2009. L'indice è diminuito significativamente durante questo periodo di tempo e non si è arrestato prima che l'economia cominciasse di nuovo a riprendersi. Questo perché durante una recessione le banche centrali generalmente tagliano i tassi di interesse per rendere il costo del prestito più economico nella speranza che le imprese utilizzino quel capitale per investire in crescita, innovazione, occupazione. L'obiettivo è di riportare l'economia sul sentiero della crescita.



GRAFICO 5 - DJI30 Mensile - Gamma di dati: dal 1 maggio 2005 al 4 Febbraio 2020, Realizzato il 20 Febbraio 2020  
 Fonte: Admiral Markets MetaTrader.

Abbiamo visto nel primo capitolo che possiamo difenderci da una crisi finanziaria diversificando gli investimenti. Nella gestione dei risparmi, avendo cura di non mettere tutto in un unico investimento, è necessario puntare anche su attività prive di rischio, quindi con rendimenti molto bassi e variare strategicamente la composizione dei portafogli.

Le correlazioni tra molti investimenti sono relativamente basse quando tutto va bene, ma salgono durante le crisi finanziarie. Se in condizioni normali quando le Borse salgono i bond scendono (e viceversa), la crisi fa da "livella" e fa scendere "quasi" tutto.

Oro, titoli di Stato a breve termine di "Paesi sicuri" e liquidità (con particolare attenzione alla solvibilità della banca presso la quale abbiamo depositato i nostri risparmi) sono poco correlati con le altre classi di attivo ed è dunque da qui che si può ricavare protezione nelle crisi.

Quando ci riferiamo a un bene rifugio sicuro, intendiamo mercati che si prevede manterranno il loro valore anche nell'eventualità in cui i mercati finanziari globali vengano colpiti da una recessione economica. Il franco svizzero è considerato un rifugio sicuro grazie alla stabilità del governo svizzero e del suo sistema finanziario. L'oro, d'altra parte, è considerato un "rifugio" attivo, in quanto ignora gli eventi esterni. Durante la recessione finanziaria del 2008, gli investitori si sono spostati dal mercato azionario verso l'oro, come indicato nel grafico 6 sottostante:



GRAFICO 6 - Grafico mensile dell'oro - Gamma di dati: dal 1 gennaio 1992 al 2 gennaio 2020, accessibile il 2 gennaio 2020.  
Fonte: Admiral Markets MetaTrader

Come si può vedere nel grafico, la zona gialla mostra l'inizio della tendenza al rialzo dei prezzi dell'oro all'inizio del 2008, in coincidenza con le prime fasi della crisi economica, fino al picco raggiunto nel settembre 2011. L'aumento è iniziato prima dello scoppio della crisi, ma la tendenza si è accelerata quando le conseguenze della recessione sono state più gravi, con il fallimento di grandi imprese e i salvataggi bancari. Tra tutti i metalli preziosi, l'oro è il mercato più grande e offre agli investitori l'opportunità di diversificare in tempi di recessione, nonché di aprire posizioni sia a breve che a lungo termine.

Verifichiamo ora l'ipotesi della plausibilità del vino come risorsa d'investimento alternativa e esaminiamo eventuali implicazioni di includerlo in un portafoglio di investimenti convenzionale, composto da azioni, obbligazioni e altri investimenti alternativi più tradizionali.

### 3.2 IPOTESI E DATI

Per le analisi svolte in questo capitolo sono stati presi in considerazione gli indici del vino anziché gli investimenti diretti in annate specifiche in quanto gli indici del vino non sono soggetti agli stessi fattori dell'investimento diretto nel vino e cioè:

- il vino richiede particolari condizioni di conservazione per non perdere valore. Questi costi stagionali di stoccaggio, abbinati a commissioni assicurative, scoraggiano la maggior parte degli investitori dal considerare il vino come un investimento alternativo;
- il costo diretto per l'acquisto di una sola bottiglia può variare da poche centinaia a un paio di migliaia di euro;
- a meno che un investitore non scelga di acquisire le marche di vino più ricercate, l'investitore dovrà affrontare i problemi di illiquidità, che sono naturali per le marche di vino meno popolari. Potrebbero essere necessarie da alcune settimane a un paio di mesi per liquidare una raccolta di vini di dimensioni medie;



- relativamente all'investimento in vino che viene venduto prima dell'imbottigliamento e denominato *En Primeur*, lo stesso è venduto a un prezzo scontato e l'investitore può scommettere sul vino apprezzandolo dopo l'imbottigliamento, anche se non sempre è così. Un investitore deve avere conoscenze specifiche sul vino per trarre vantaggio da questo tipo di investimento e non semplicemente investire ciecamente.

L'indice del vino non è soggetto ad alcuno degli inconvenienti sopra citati: offre un'esposizione al mercato del vino con una liquidità molto più elevata rispetto all'acquisizione fisica del vino e non addebita commissioni aggiuntive per lo stoccaggio o le transazioni. Inoltre:

- gli indici del vino non sono soggetti al livellamento dei dati storici misurati, a causa di transazioni poco frequenti, come nel caso degli immobili;
- il livellamento, l'illiquidità o l'incorporazione ritardata dei dati nell'indice derivante dalla vendita di attività materiali non destano preoccupazione quando si investe in indici di vino, diversamente da quando si investe in REIT (*Real Estate Investment Trust*).

Gli investitori, inoltre, usano seguire gli indici del vino, i principali indicatori di mercato del *fine wine*, in quanto riflettono le tendenze del mercato del vino e aiutano gli investitori a prendere decisioni. Gli indici sono importanti in quanto aiutano a prevedere l'andamento di qualsiasi investimento particolare e a confrontarlo con altri strumenti.

In tutto il capitolo vengono utilizzati dati empirici sui prezzi dei vini; tali dati sono stati raccolti da tre diverse fonti.

I dati più recenti dal 2001 al 2014 provengono dall'indice *Liv-ex Fine Wine Investables*, che comprende i 250 vini Bordeaux più scambiati di 24 diversi *chateaus*.

Anche i dati dal 1988 al 2001 sono calcolati da *Liv-ex*. Tuttavia, questo indice si basa sui prezzi storici raccolti dai principali commercianti di vini pregiati.

I dati da luglio 1978 a dicembre 1987 sono raccolti attraverso i prezzi storici delle principali aste nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Asia e in Europa, escluse le imposte sulle vendite e le comunioni. I dati si basano sull'andamento dei prezzi delle prime 5 crescite a Bordeaux in annate selezionate. Le osservazioni da tre diverse fonti sono calcolate in un indice, indicato come indice del vino.

Sono stati scelti i dati di *Liv-ex*, in quanto rappresenta il più grande e influente scambio di vini pregiati al mondo con quasi 500 membri in 35 paesi. *Liv-ex* gestisce 5 diversi indici tra cui *Lix-ex Fine Wine Investables*.

In particolare si è preso in considerazione l'indice *Liv-ex Fine Wine Investables* ("LFV INV") - in quanto è quello con la serie storica più lunga, che segue i prezzi di quasi 200 vini delle principali 24 cantine della regione di Bordeaux e riflette il portafoglio di investimenti tipico, compresa l'efficacia del vino (*Liv-ex 2013*) - per valutare la proprietà del vino per la diversificazione del portafoglio di investimenti.

Pertanto, *Lix-ex Fine Wine Investables* è stato scelto per rappresentare l'opportunità di investimento nel vino nel periodo dal 1988 al 2020.

Le informazioni più complete sugli indici del vino sono presentate nel sito web di scambio "*Liv-ex*".

### 3.3 POTENZIALE E IMPLICAZIONI DEL VINO COME ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO ALTERNATIVA

L'investitore si impegna a massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio.

Tutti concordano sul fatto che gli investimenti alternativi dovrebbero essere inclusi nei portafogli di investimento con altri strumenti, poiché la loro caratteristica più importante è la scarsa correlazione con gli investimenti tradizionali.

Gli studiosi Čienè e Kavonyt (2014) per valutare la bontà del vino per la diversificazione, hanno creato portafogli di investimento con strumenti tradizionali (azioni e obbligazioni) e con l'aggiunta del vino. Per l'indagine sono stati selezionati l'indice *Fine Wine Investable* (LVX INV) e l'indice della borsa S&P 500 come indicatore del più grande e più sviluppato mercato degli Stati Uniti nel mondo.

Čienè e Kavonyt hanno calcolato il coefficiente di correlazione di Pearson tra gli indici del vino e delle azioni (utilizzando i dati 1993–2012) e hanno valutato la significatività del coefficiente di correlazione. Il coefficiente di correlazione tra il vino (LVX INV) e gli indici azionari (S&P 500) è risultato pari a 0,46, ciò indica una correlazione leggermente positiva (con il livello di significatività, il coefficiente di correlazione è insignificante e dimostra le affermazioni di altre ricerche, che c'è poca correlazione tra il mercato del vino e quello azionario).

Per calcolare i portafogli ottimali e tracciare la linea efficace di un determinato portafoglio, è stato utilizzato il materiale di Holden (2008). I dati di rischio e rendimento stabiliti per le azioni, le obbligazioni e il vino per il periodo 1993-2012 (fine dell'anno) sono stati utilizzati per la modellizzazione dei portafogli di investimento (Tabella 4).

Strumento di investimento	Ritorno (%)	Rischio (%)
Vino (Fine Wine Investable Index)	13,47	12,00
Azioni (indice S&P 500)	6,05	15,39
Obbligazioni (tasso di scadenza costante del Tesoro USA a 20 anni / DGS20)	5,29	1,29

Tabella 4. Rendimento e rischio di investimenti selezionati (basato su Ricardo 2013; Standard & Poor's Financial Service LLC 2013; Financial Forecast Center 2013)

Sono stati creati ottanta portafogli utilizzando varie combinazioni (proporzioni) di titoli in ciascuno (60 portafogli con due strumenti di investimento (azioni / obbligazioni, azioni / vino, obbligazioni / vino) e 20 portafogli con tutti e tre gli strumenti di investimento). Per mostrare l'impatto del vino sui portafogli ottimali di diversificazione, sono state disegnate le curve efficaci.

La linea tratteggiata in Figura 10 indica azioni / obbligazioni di portafoglio mentre la linea continua rappresenta un portafoglio composto da tutti e tre gli strumenti, compreso il vino. Il portafoglio diversificato con il vino sposta la curva effettiva al di sopra della curva effettiva del portafoglio di azioni / obbligazioni. I punti B1 e B2 indicano i punti iniziali della curva effettiva dei portafogli. Il rischio dei punti iniziali di entrambi i portafogli è pari all'1,29%; tuttavia, il portafoglio creato da tutti e tre gli strumenti di investimento è più redditizio. All'interno di questo rischio, la curva aumenta e (all'interno dello stesso rischio) propone un rendimento del 5,53% mentre il portafoglio da due strumenti di investimento ottiene un rendimento del 5,5%.

I portafogli contenenti tutte le combinazioni (azioni, obbligazioni e vino) sono più redditizi dei portafogli effettivi escluso il vino, a partire dal punto iniziale in cui il rischio è pari all'1,29%. Ciò dimostra che un'ulteriore diversificazione del portafoglio con il vino è preziosa. Non riduce il rischio ma aumenta il rendimento del portafoglio di 0,03 punti base.

Ad esempio, il punto di analisi D1 (Fig. 10), in cui il rischio è del 20%, potrebbe produrre un rendimento del 6% dalle azioni / obbligazioni del portafoglio quando, allo stesso tempo, un'ulteriore diversificazione con il

vino potrebbe suggerire un rendimento del 19% circa (punto D2 in Fig. 10). Pertanto, un'ulteriore diversificazione del portafoglio con il vino aumenta l'efficacia del portafoglio.

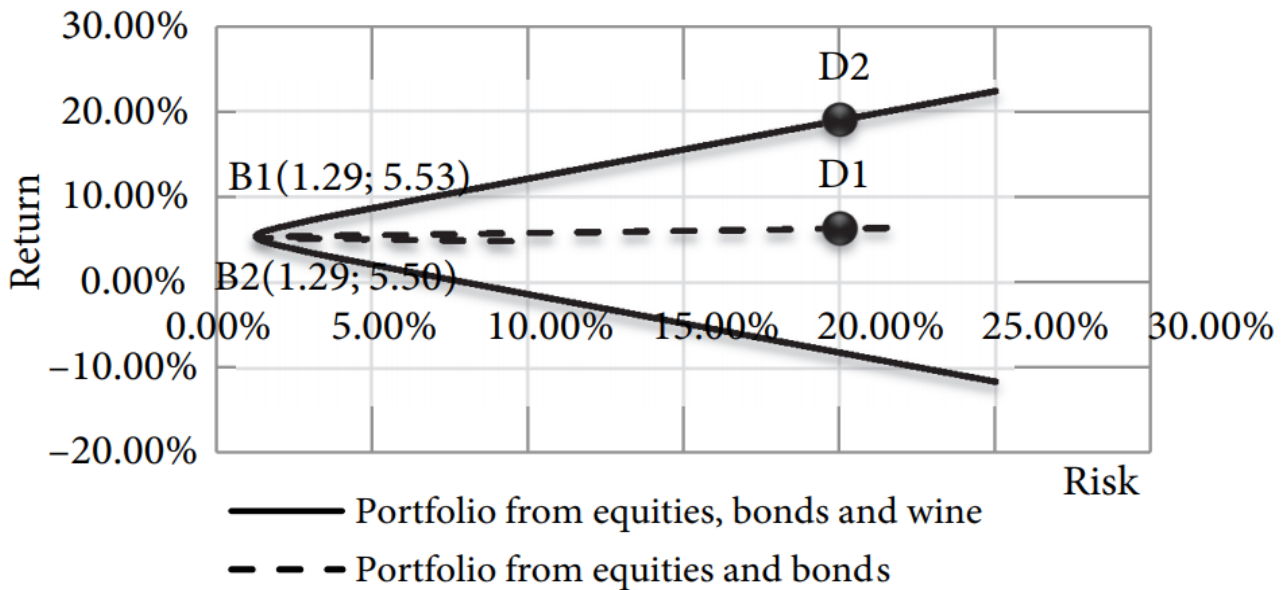


Fig. 10. Effective curves of portfolios equities/bonds and equities/bonds/wine. (Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification - Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT - 15 novembre 2014)

Čienė e Kavonyt hanno inoltre confrontato (Figura 11) le curve dei portafogli relativi a due strumenti di investimento. Uno creato da azioni e vino (linea tratteggiata), un altro da obbligazioni e vino (linea continua). Il confronto delle curve effettive mostra una sincronizzazione parziale. Di conseguenza, superando il rischio appropriato in questo intervallo, si otterrà lo stesso rendimento in uno di questi portafogli. Tuttavia, un investitore dovrebbe scegliere il portafoglio creato da obbligazioni e vino in quanto offre la possibilità di scegliere tra un intervallo di rischio e rendimento più ampio. A partire dal punto F, dove il rischio è del 13,20% e il rendimento è del 14,29%, il rendimento ottenuto sarà maggiore con lo stesso rischio, scegliendo il portafoglio creato da vino e obbligazioni.

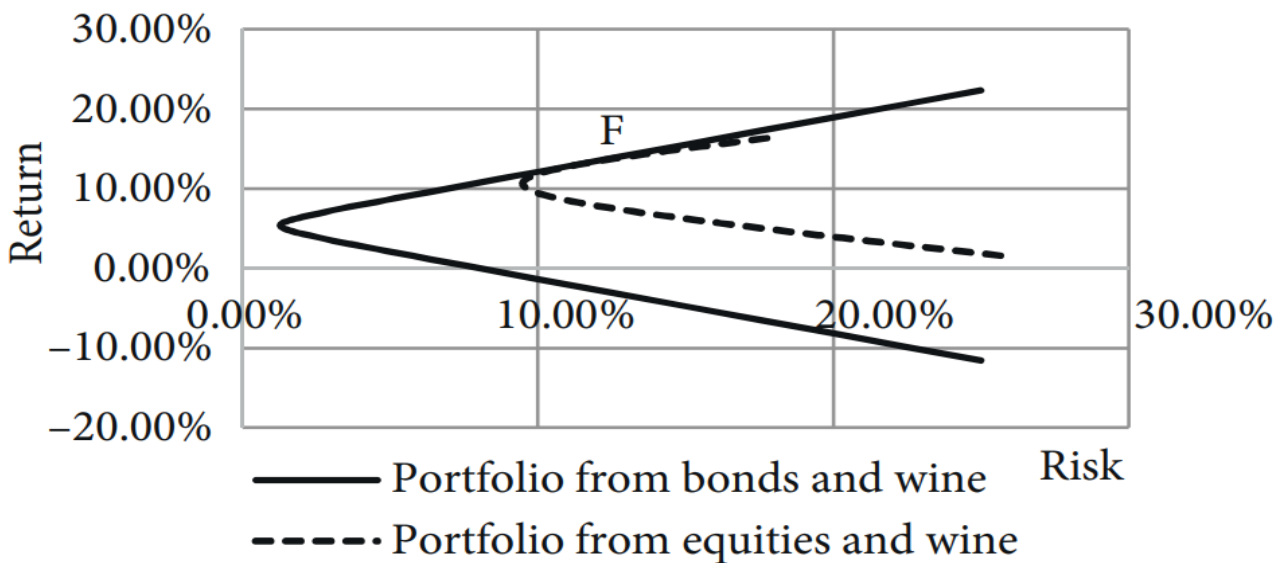


Fig. 11. Effective curves of diversified portfolios equities/wine and bonds/wine. (Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification - Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT - 15 novembre 2014)

Infine, le curve effettive di tutti e quattro i portafogli creati vengono confrontate per accertare quale portafoglio guadagni per un investitore e il vantaggio di includere il vino nei portafogli (Fig. 12).

La Figura 12 mostra che il rendimento più basso si ottiene dal portafoglio creato da azioni e obbligazioni (curva centrale).

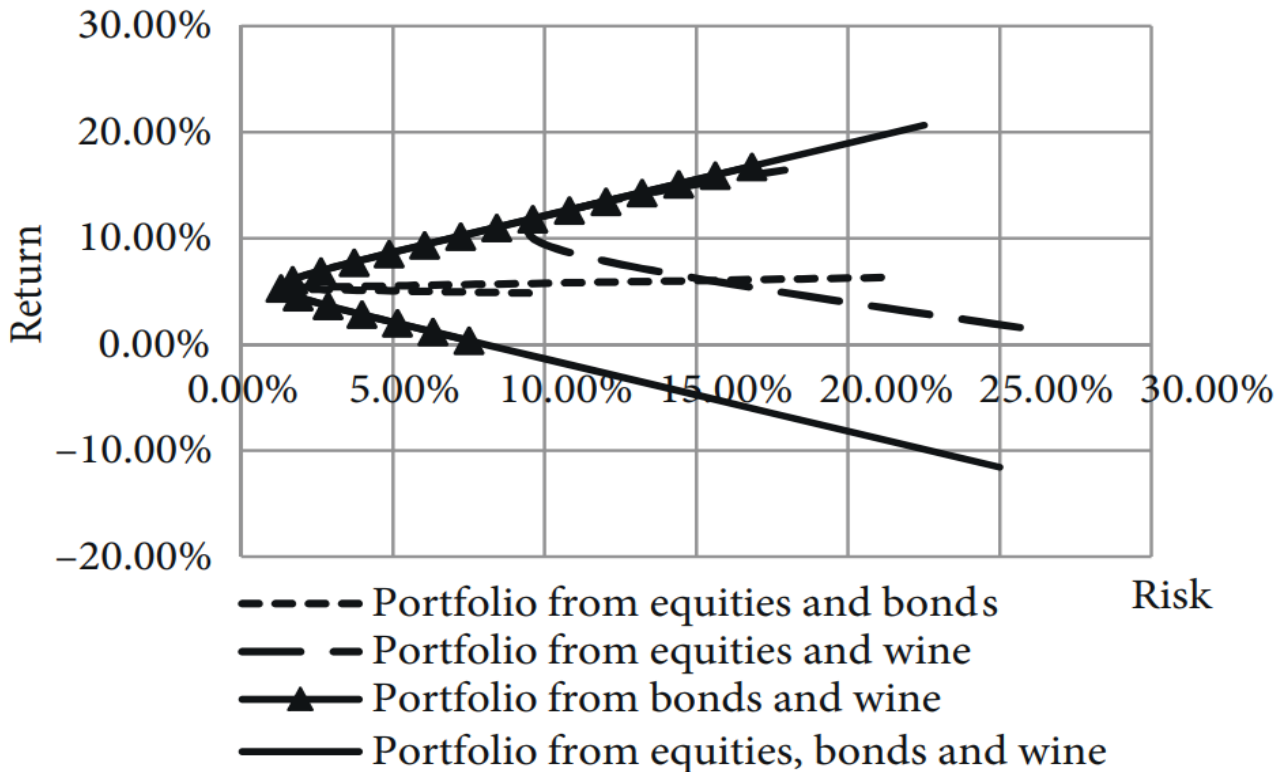


Fig. 12. Comparison of all designed portfolios. (Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification – Daiva JUREVIČIENĖ, Agnė JAKAVONYT – 15 novembre 2014)

I portafogli composti da azioni e vino e da obbligazioni e vino sono molto più redditizi. Dimostra inoltre che il rendimento più elevato per un investitore è offerto dal portafoglio creato da tre strumenti di investimento: azioni, obbligazioni e vino. I suddetti risultati dimostrano l'utilità del vino per la diversificazione del portafoglio. Non è stato trovato nessun portafoglio che non sia stato influenzato dall'aggiunta di vino. Tutti i portafogli diversificati con il vino sono stati remunerativi.

Per concludere Čienė e Kavonyt hanno affermato che:

- l'analisi di correlazione ottenuta tra gli indici *Fine Wine Investable* e *S&P 500* mostra una debole correlazione di 0,46 e dimostra che il vino può essere utilizzato per la diversificazione del portafoglio;
- i portafogli creati mostrano che l'inclusione del vino sia con le azioni sia con le obbligazioni dà un rendimento maggiore rispetto ai portafogli realizzati esclusivamente con titoli tradizionali;
- il confronto tra portafogli vino / azioni e vino / obbligazioni dimostra che quest'ultimo offre un rendimento più elevato con lo stesso rischio in un particolare segmento;
- il rendimento più elevato, tuttavia, è stato ottenuto con tutti e tre gli strumenti: azioni, obbligazioni e vino;
- in alcuni casi, la diversificazione con il vino aiuta a ridurre un possibile rischio.

Analizzando il comportamento a lungo termine dei prezzi del vino rispetto ai prezzi di borsa, si evidenzia che non vi è alcuna cointegrazione tra il mercato azionario e il mercato del vino, quindi la relazione lineare a lungo

termine tra i due mercati può essere respinta. Ciò significa che gli investitori a lungo termine, come i fondi pensione o gli hedge fund che hanno l'opportunità di investire in attività alternative, possono beneficiare della detenzione di vini nei loro portafogli.

### 3.4 FINE WINE E RECESSIONE ECONOMICA

Abbiamo visto che i rendimenti dei vini non presentano forti correlazioni con i rendimenti delle scorte; cioè, i rendimenti del vino a breve termine non si confondono con il mercato azionario.

Nell'analizzare i vini come una risorsa alternativa, quindi, sembra plausibile che i vini pregiati siano paradisi sicuri durante le recessioni. I vini pregiati hanno un ruolo nella diversificazione del portafoglio; da un lato, poiché i rendimenti del vino mostrano una bassa correlazione con i rendimenti del mercato azionario e, dall'altro, perché non esiste un equilibrio a lungo termine tra i prezzi del vino e quelli delle azioni.

Il grafico 7 che segue mostra la performance storica degli Investimenti *Liv-Ex* rispetto ad altri tipi di investimenti, incluso l'S & P 500, che risale al 1988.

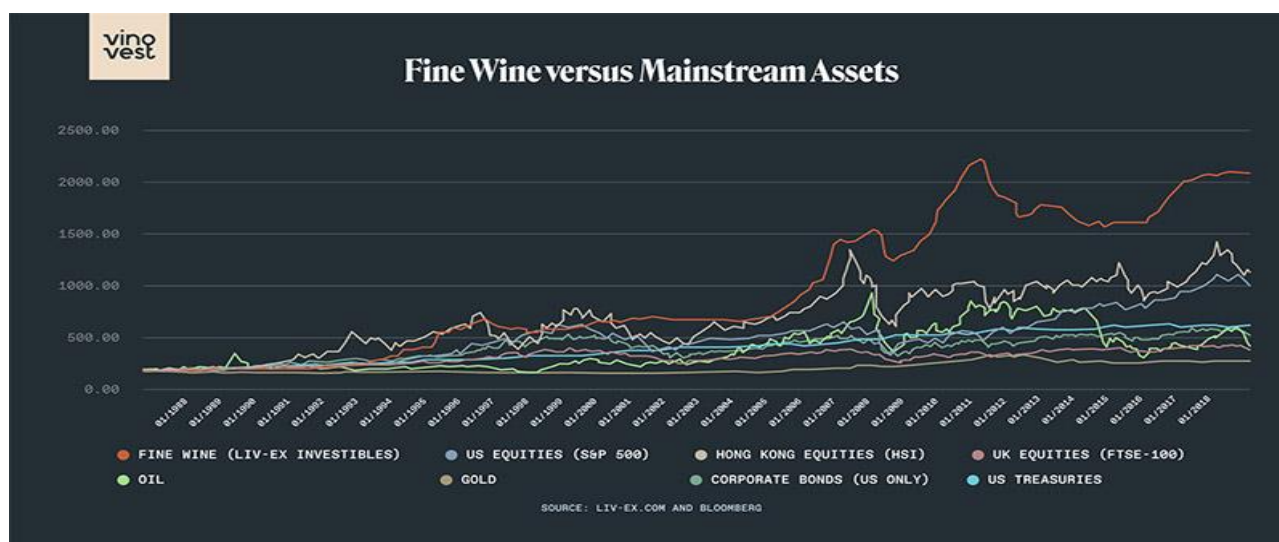


Grafico 7 - The Easy Way to Invest in Wine  
Fonte: Vinovest Review Apr 23, 2020

Analizziamo l'andamento dell'indice *Liv-ex Fine Wine Investable*:

- dall'inizio dell'indice (1988) fino al 1993, il suo valore è stato pressoché stabile;
- dal 1994 al 1997 ha registrato un leggero aumento;
- fino al 2006 si è mantenuto allo stesso livello con lievi fluttuazioni;
- dal 2006 è iniziata una considerevole ripresa dell'indice che è durata fino al 2007;
- nel 2008 si è registrata una flessione, poiché anche il mercato del vino ha risentito della crisi. Sebbene il tasso di crescita dell'indice del vino sia rallentato, lo stop non è stato così netto come nel mercato azionario; il mercato del vino ha iniziato a riprendersi nella seconda metà del 2008;
- dal 2009 al 2011 l'indice è cresciuto e ha raggiunto il miglior risultato dalla sua creazione;
- dal 2012 al 2014 l'indice ha registrato una flessione;
- dal 2014 al 2018 ha registrato un leggero aumento;
- da settembre 2018 ha registrato una leggera flessione.

Il vino come investimento alternativo è diventato popolare dopo la crisi del 2008, dopo una rapida ripresa, i prezzi del vino hanno iniziato a crescere. Soprattutto l'indice è cresciuto dal 2009 al 2011, quando ha raggiunto il miglior risultato dalla sua creazione (vedi Fig. 13).

Le Figure 13 e 13 bis mostrano il confronto tra i movimenti degli indici *Liv-ex Fine Wine Investable* e *S&P 500*.

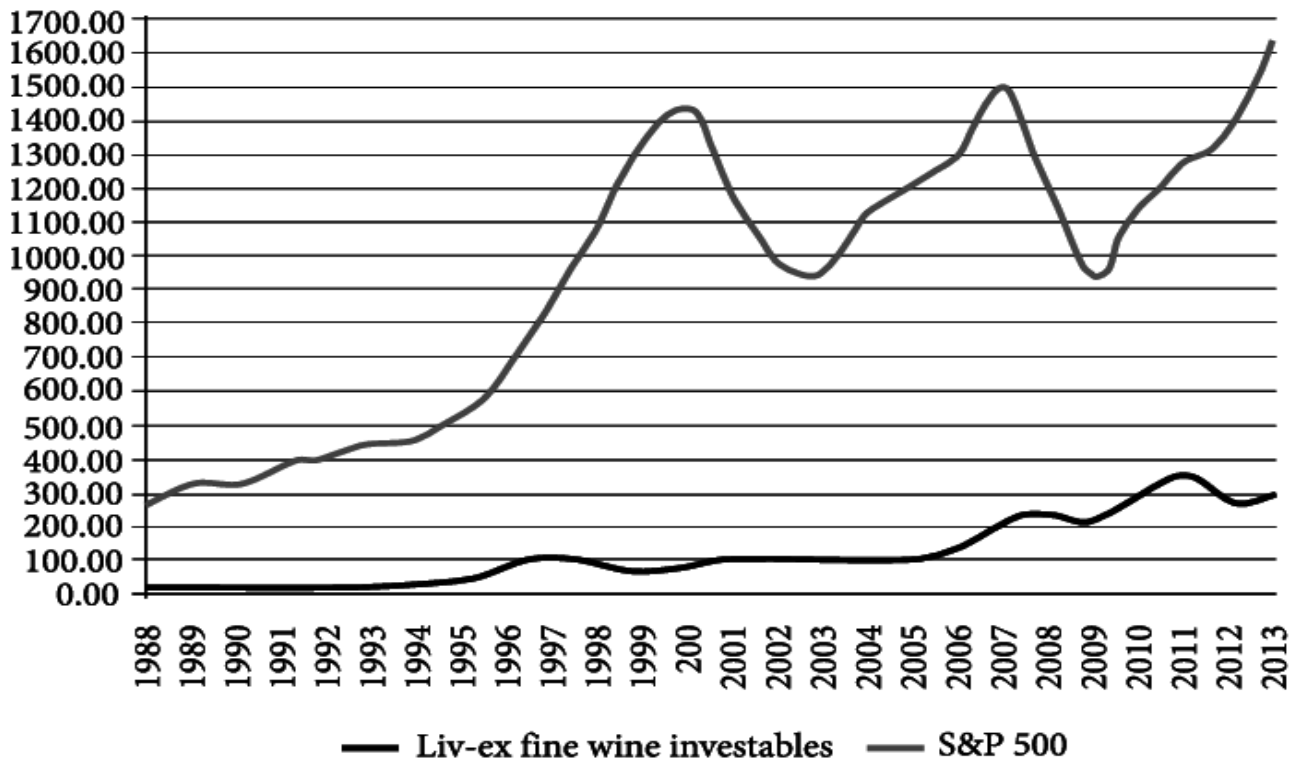


Fig. 13. Comparison of dynamics particular to Liv-ex Fine Wine Investable and S&P 500 indexes (1988–2013) (based on Liv-ex 2013; Finance. Yahoo 2013)

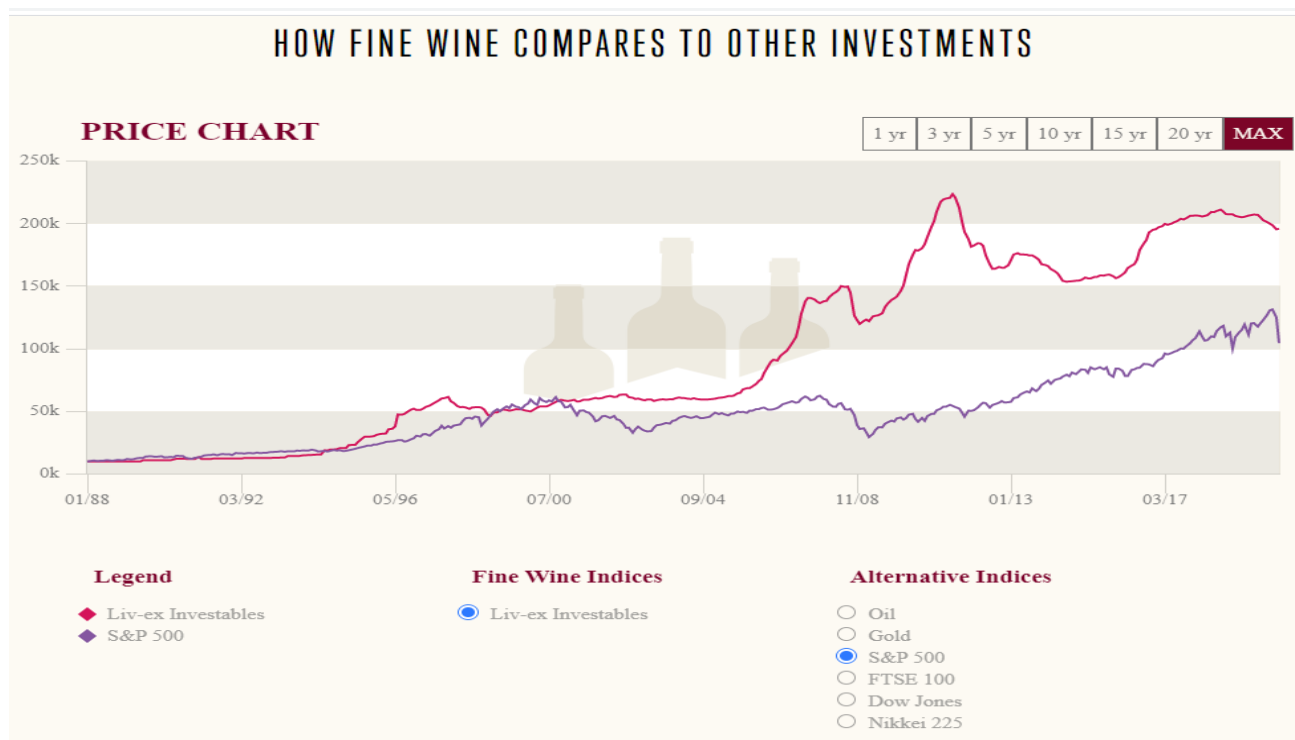


Fig. 13 bis - Comparison of dynamics particular to Liv-ex Fine Wine Investable and S&P 500 indexes (1988–2013) (based on Liv-ex 2013 Fonte Finance. Yahoo 2013)

Verifichiamo l'andamento degli investimenti nel vino durante le crisi finanziarie.

Focalizziamoci sulle crisi che negli ultimi trent'anni hanno dato vita alle più marcate flessioni dei mercati azionari:

1. Nel 1990 i titoli azionari globali, in particolare quelli giapponesi, hanno evidenziato un forte calo a causa della crisi bancaria del Paese. L'indice MSCI World ha ceduto il 16,5%. Tale periodo è stato caratterizzato inoltre da una recessione a livello mondiale.
2. A fine anni '90 i titoli si sono ripresi, ma il rally è terminato bruscamente all'inizio del 2000. Per tre anni consecutivi, dal 2000 al 2002, l'MSCI World è arretrato. Con lo scoppio della bolla delle *dot-com*, nel 2000, i titoli tecnologici con rating elevato sono stati oggetto di un sell off che ha dato inizio a un periodo difficile per l'azionario globale. Il devastante attacco al *World Trade Centre* di New York nel 2001 ha scatenato una crisi economica mondiale nel 2002. Tra il 31 dicembre 1999 e il 31 dicembre 2002 l'MSCI World ha ceduto il 41,5%.
3. La crisi finanziaria globale del 2008, causata dal graduale crollo del mercato residenziale USA nel 2007, ha portato alla recessione globale più profonda dagli anni '30. Molti persero il lavoro, la liquidità nel sistema si esaurì e le borse caddero in picchiata. Nel 2008 l'MSCI World ha perso il 40,3%, registrando la performance annuale peggiore dal 1989.
4. Nessun modello finanziario poteva prevedere un evento che Nassim Nicholas Taleb chiamerebbe "*black swans*" (cigni neri, eventi improbabili in grado di stravolgere l'economia mondiale) come quello che stiamo vivendo attualmente. L'emergenza Covid-19, e la successiva pandemia che ne è scaturita, si ritiene daranno luogo ad una crisi finanziaria di proporzioni enormi. Quello che stiamo vivendo, sarà ricordato e studiato negli anni a venire. Trattasi di un evento straordinario e allo stesso tempo spaventoso. La situazione evolve talmente velocemente che quello che scriverò, sarà probabilmente datato quando lo leggerete.

Come hanno reagito gli indici *Liv-ex* in confronto al S&P 500 durante le crisi sopramenzionate?

Analizziamo i dati *Liv-ex* per confrontare la performance con azioni e oro durante il crash di *Dot.com* e la crisi bancaria del 2008.

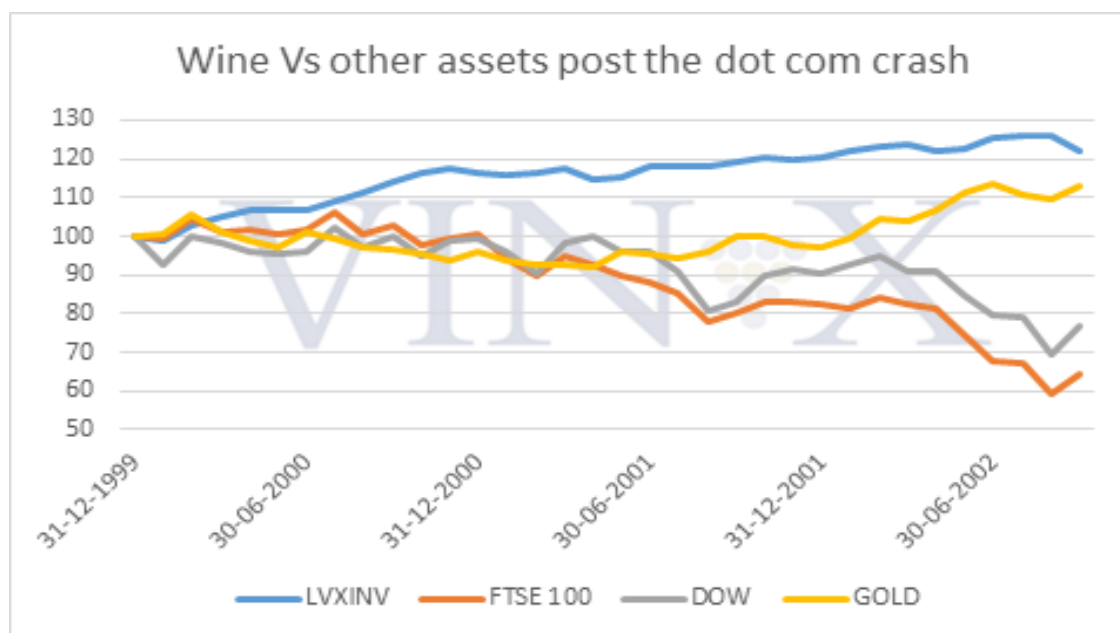


Grafico 8 – Wine vs other assets post the dot com crash  
Fonte: Vin X - Peter Shakeshaft on 12th March 2020

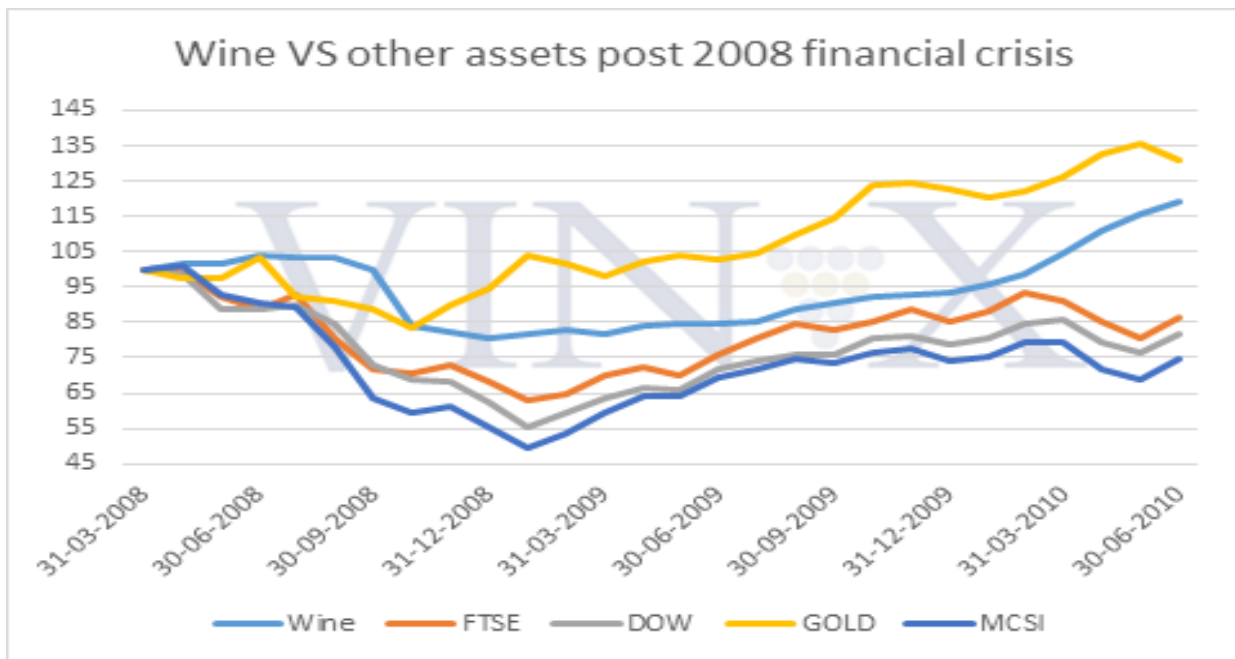


Grafico 9 – Wine vs other assets post 2008 financial crisis  
 Fonte: Vin X - Peter Shakeshaft on 12th March 2020

Il confronto di questi indici dimostra l'esistenza di stabilità nel mercato del vino in contrasto con il mercato azionario che durante la recessione del 2008 ha subito una fluttuazione molto più marcata. Infatti la crisi finanziaria del 2007-2009 non ha influenzato tanto il mercato del *fine wine*. Il movimento dell'indice più anziano *Fine Wine Investable*, creato dallo scambio *Liv-ex*, non ha mostrato una caduta ma solo un rallentamento dei tassi di crescita.

Il grafico 10 mostra le prestazioni dal 2007 al 2009.

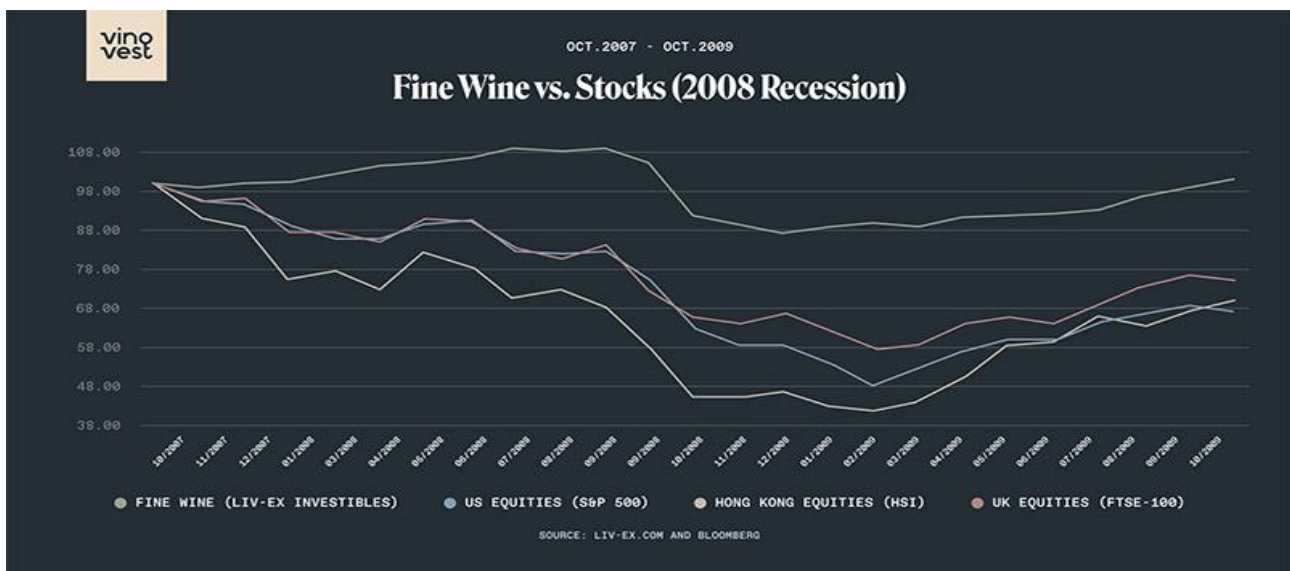


Grafico 10 – Fine wine vs. stocks (2008 Recession)  
 Fonte: Vinovest Review: The Easy Way to Invest in Wine - Apr 23, 2020

Il *Fine Wine* si comporta favorevolmente durante le recessioni economiche globali, dimostrando che si tratta di una classe di attività difensiva per gli investitori che detengono portafogli azionari, affermano gli analisti della società di investimento per vini pregiati *Cult Wines Ltd*.



Secondo il rapporto *Fine Wine vs Global Equities* della suddetta azienda, la correlazione tra attività alternative e attività finanziarie tradizionali è dinamica e in particolare diversa nei periodi di difficoltà e crescita economica.

### Correlazione 2015-2017 sui rendimenti delle attività

LIV 1000	1			
GOLD FUTURES	-0.0051885	1		
MSCI WORLD	-0.0251616	-0.12996835	1	
FTSE ALL SHARES	0.0530675	0.14969836	0.43741165	1

Tabella 5: Correlation between asset classes at different period

Fonte: Liv-ex, FTSE, MSCI.

### Correlazione 2008 - 2010 sui rendimenti delle attività

LIV 1000	1			
GOLD FUTURES	0.3391453	1		
MSCI WORLD	0.4936217	0.1546152	1	
FTSE ALL SHARES	0.04353976	0.0055800	0.9126480	1

Tabella 6: Correlation between asset classes at different period

Fonte: Liv-ex, FTSE, MSCI.

Le tabelle sopra illustrate mostrano la matrice di correlazione tra le diverse categorie di attività durante periodi diversi e dimostrano chiaramente questo cambiamento. Durante la crisi finanziaria tra il 2007 e il 2009, il vino pregiato ha mostrato una correlazione relativamente più elevata con i mercati azionari - come sappiamo, pochi o nessun settore non è stato influenzato dalle turbolenze globali che hanno caratterizzato questo periodo economico. La correlazione di circa 0,91 indica una forte associazione tra *MSCI World Index* e *FTSE All Shares* durante la crisi finanziaria intorno al 2008, mentre la correlazione di -0.025 indica una relazione negativa tra *LIV 1000* e *MSCI World* nel 2017.

Secondo il rapporto *Fine Wine vs Global Equities* il *Liv-ex 1000* ha registrato risultati positivi rispetto all'indice *FTSE All Shares* e ai *futures* sull'oro. Il *Liv-ex 1000* è tornato un po' meno di zero mentre il *FTSE All Shares* ha perso quasi il 25% e i *futures* sull'oro sono scesi di circa il 5% durante le profondità della crisi finanziaria globale tra il 2008 e il 2010 e durante il picco della ripresa economica tra il 2015 e il 2017.

Dal 2015 al 2017, il *Liv-ex 1000* ha guadagnato il 10% mentre il *FTSE All Shares* ha restituito circa il 9% e i *futures* sull'oro l'8%. "È ampiamente riferito che la correlazione tra vino pregiato e azioni globali è bassa", afferma il rapporto.

Il vino pregiato si è rivelato una partecipazione difensiva cruciale per coloro che sono esposti all'andamento del mercato azionario, evidenziato chiaramente nella figura 14.

## Fine wine protects investors from greater losses during financial crises

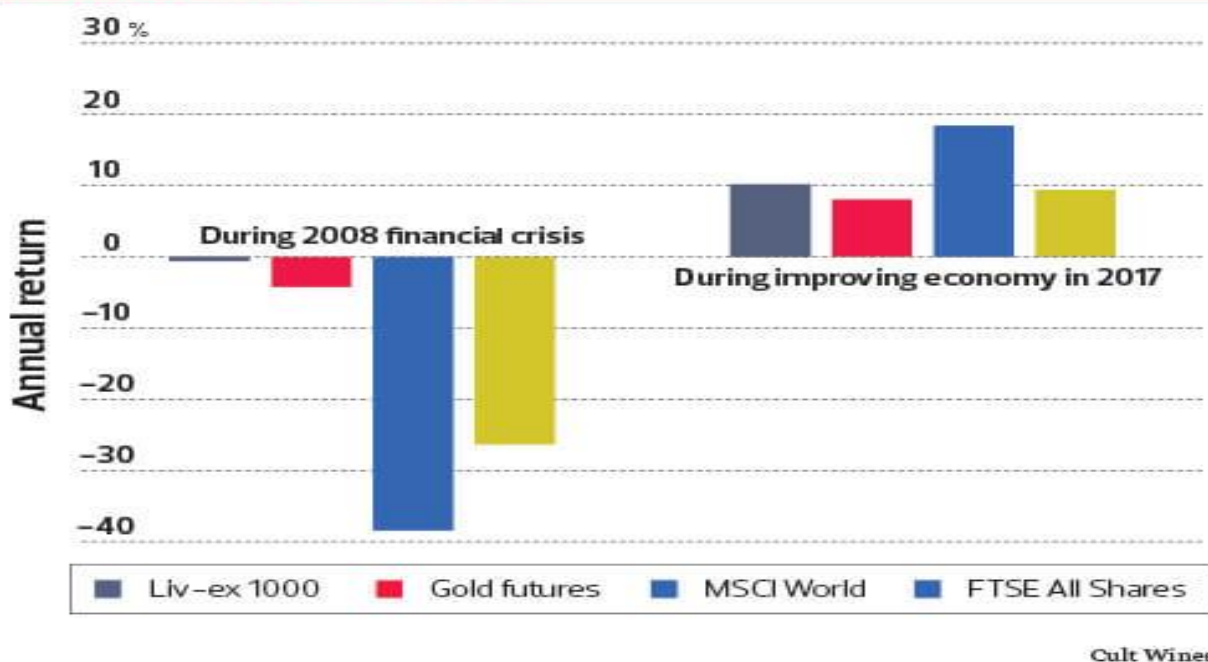


Figura 14 – Fine wine protects investors from greater losses during financial crises

Fonte: Personal Wealth, The Edge Malaysia Weekly, dal 18 giugno 2018 al 24 giugno 2018. Pathma Subramaniam

Non solo il Fine Wine ha prodotto ottimi rendimenti per gli investitori, ma è stato anche più stabile durante l'estrema volatilità del mercato.

Ciò dimostra che il vino:

- è un investimento sufficientemente stabile;
- il suo rendimento supera la maggior parte degli altri investimenti;
- il mercato del vino è meno dipendente dalle recessioni economiche rispetto alle azioni.

La covarianza dei mercati azionari e dei rendimenti del vino è vicina allo zero, rendendo così il vino una risorsa di copertura durante le turbolenze dei mercati azionari.

Masset, Henderson e Weisskopf (2010) hanno analizzato i prezzi del vino nel periodo 1996-2009 utilizzando le regressioni di vendite ripetute, per dimostrare che il vino ha una volatilità inferiore rispetto alle scorte e produce anche rendimenti più elevati, soprattutto durante periodi di recessione economica. Hanno preso diverse quantità di indici di vino e li hanno inclusi in diversi portafogli per dimostrare il vantaggio della diversificazione per gli investitori privati. Hanno mostrato che non solo i rendimenti sono influenzati positivamente, ma anche allo stesso tempo il rischio è ridotto al minimo, insieme all'inclinazione e alla curtosi che sono influenzate positivamente. Gli effetti benefici dell'inclusione del vino nel portafoglio sono i più pronunciati durante la crisi finanziaria del 2008. Inoltre, gli autori mostrano che la correlazione tra vino ed azioni varia. Prima della crisi finanziaria non vi era alcuna correlazione significativa tra i due, ma dopo la crisi è cambiata in modo significativo.

Allo stesso modo, Fogarty (2010) nel documento "Investimenti nel vino e guadagni di diversificazione del portafoglio", mostra che il vino ha rendimenti inferiori rispetto alle attività finanziarie standard, ma allo stesso tempo i vini forniscono una certa diversificazione benefica.

Ulteriore supporto è fornito da Masset e Weisskopf (2010) che hanno utilizzato una regressione di vendita ripetuta per dimostrare che il vino offre rendimenti più elevati e una volatilità inferiore rispetto alle scorte, soprattutto durante una crisi economica. Hanno analizzato cinque diversi tipi di investitori, dal conservatore all'aggressivo, e applicato diversi vini e attività per dimostrare che l'aggiunta di vino a un portafoglio è vantaggiosa nel senso che migliora non solo i rendimenti, ma anche l'incertezza e la curtosi. Infine, gli autori mostrano che i rendimenti del vino tendono a non essere correlati ai rischi di mercato, ma si comportano ciclicamente con l'economia.

In conclusione, sebbene alcuni decenni fa il mercato del vino fosse piuttosto sottosviluppato, ed era difficile considerare il vino come una risorsa di investimento e accogliere gli investimenti, oggi la situazione è molto cambiata. Dato che i prezzi del vino nell'ultimo decennio si sono apprezzati di oltre il mille per cento, è diventato troppo costoso da bere. Ciò, unito alla correlazione negativa del vino con le attività di investimento tradizionali e alla correlazione positiva con l'inflazione, ne ha fatto una richiesta aggiunta al portafoglio dell'investitore.

La Figura 15 mostra il confronto tra rischio e rendimento di quattro investimenti alternativi - vino, arte, oro, argento e azioni (FTSE 100). Lo studio copre 20 anni fino a settembre 2011. Il vino supera il rendimento di titoli, arte, oro e argento che seguono il vino per redditività (Fig. 15). Inoltre, il rischio di investimenti nel vino è il più basso tra questi.

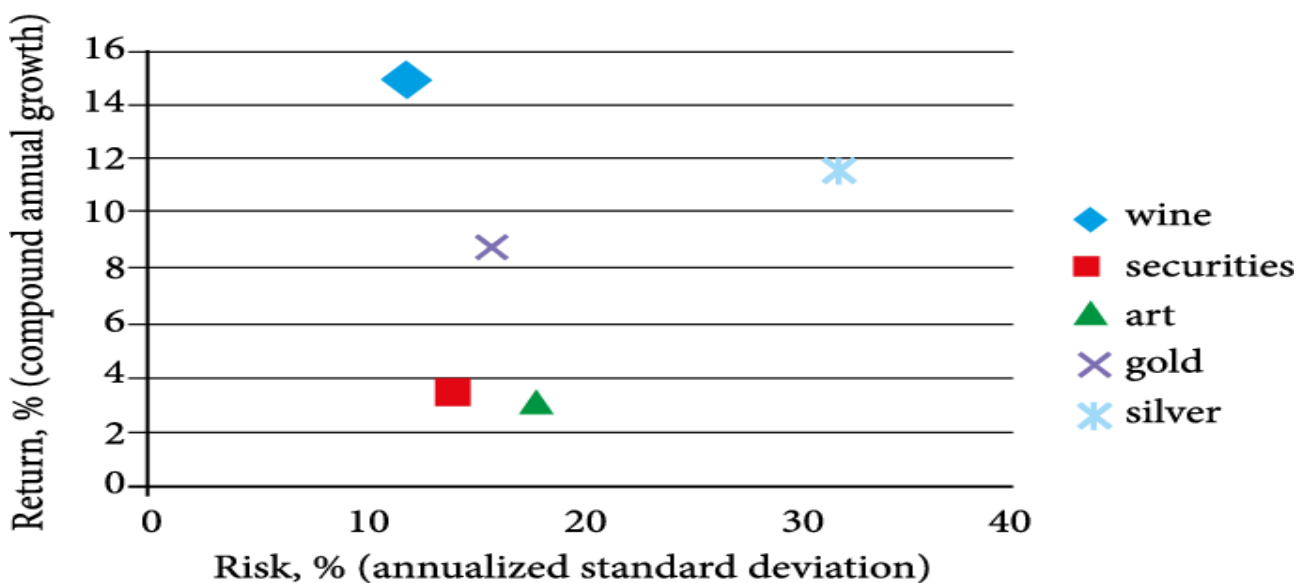


Fig. 15. Return and risk of alternative investments and stocks during 1992 -2011 (based on Westminster Consulting 2012)

La Figura 16 rappresenta i dati sul rendimento del vino e delle azioni e mostra che nel periodo 1950-2007, il vino per lungo tempo ha tenuto il passo con le azioni e addirittura ha superato il loro rendimento nel 1950-1985 e nel 2003-2007: del 13,43% (quando il ritorno sul vino era del 15,2%) e del 13,11% (mentre il ritorno sul vino era del 15,3%). Il vino è stato più redditizio delle azioni, di 2,19 punti base, contrariamente al periodo 1985-2002, quando le azioni hanno superato il vino di 2,5 punti base.

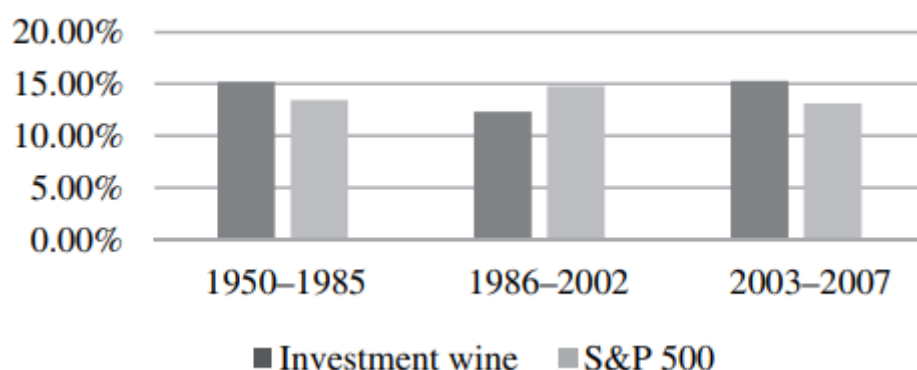


Fig. 16. Comparison of wine investments and S&P 500 return (based on Rare Sips Wine Investments 2013)

L'analisi dei dati storici mostra che il vino ha portato rendimenti più elevati non solo rispetto alle azioni ma anche ad altre alternative. Inoltre, il confronto dei movimenti degli indici del vino e delle azioni dimostra che il mercato del vino è meno sensibile alle recessioni economiche rispetto alle azioni. In sintesi, il vino è un investimento stabile e in base ai rendimenti, supera una serie di altri strumenti di investimento.

Dal 2005 al 2017 i *fine wine* hanno offerto rendimenti secondi solo alle macchine d'epoca ed alle monete rare; prima del cambiamento di rotta del 2011 erano gli *asset* alternativi, fra quelli dell'indice, che rendevano di più.

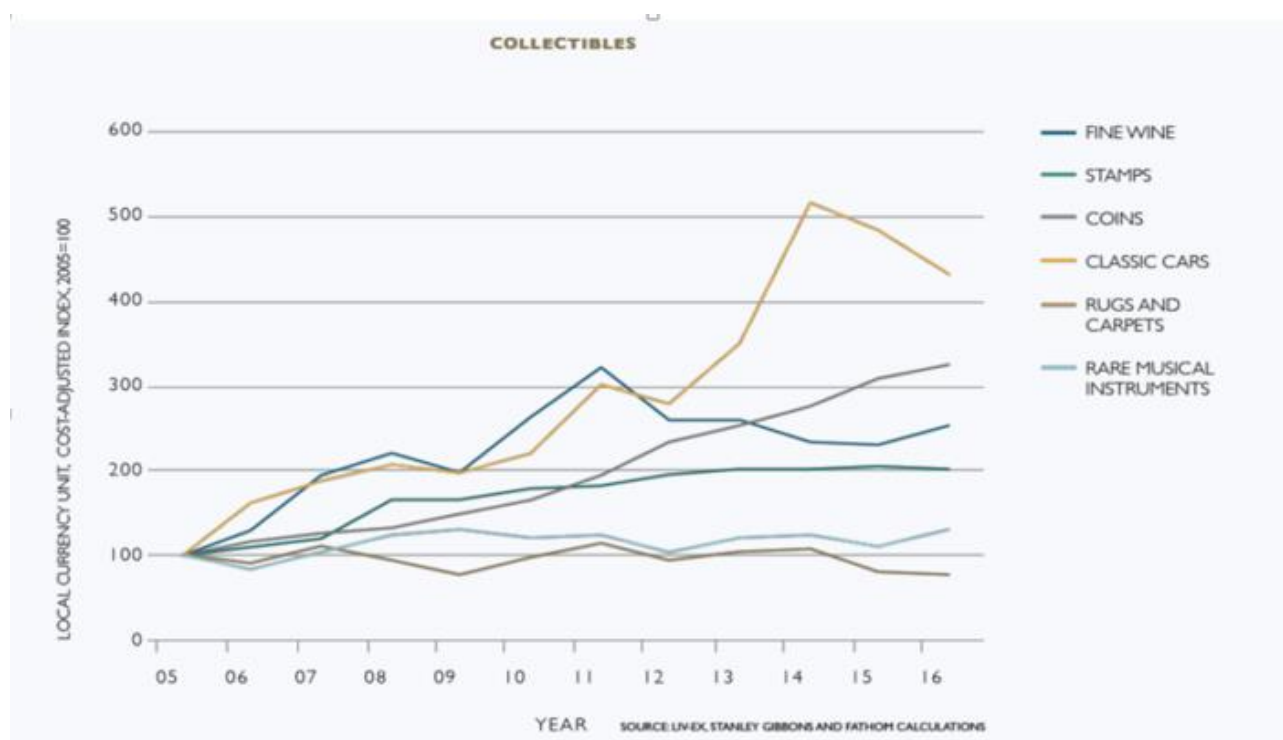


Grafico 11 – Collectibles – Andamento dal 2005 al 2016 dei principali beni collezionabili  
Fonte: Coutts & Co.

### 3.5 FINE WINE E EMERGENZA COVID 19

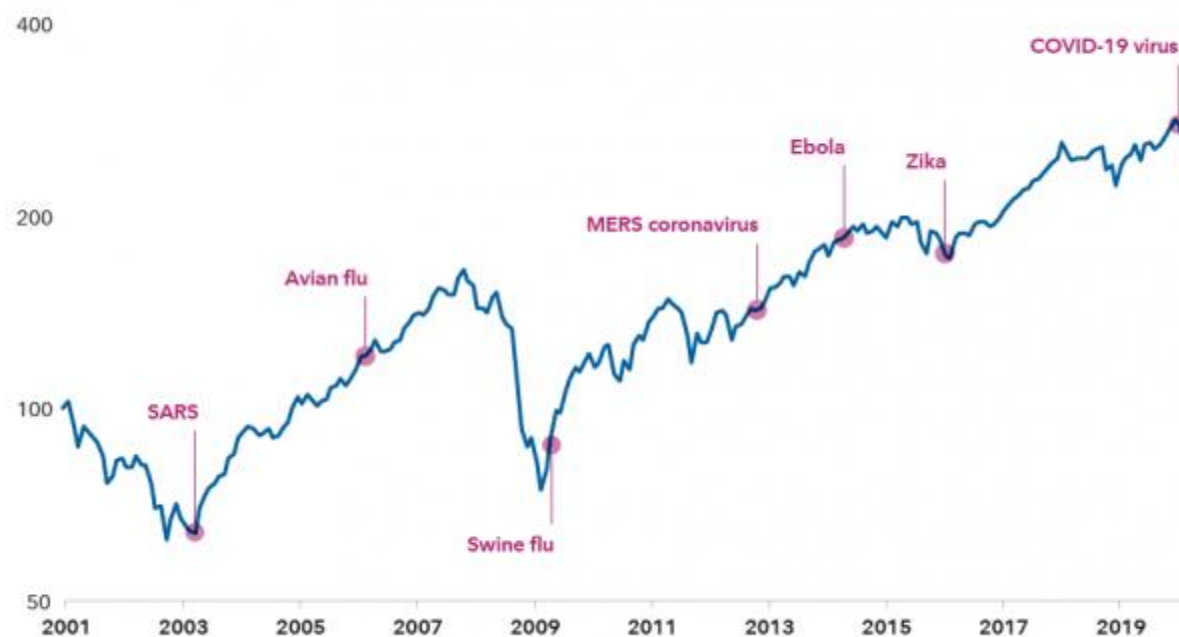
La parola COVID-19, a dicembre voleva dire ben poco per *Wall Street*. Qualcuno ne parlava, ma sembrava un evento circoscritto al mercato cinese. Con il passare del tempo, la crisi sanitaria cinese pian piano è diventata una crisi asiatica, ed il 20 gennaio è arrivata in Europa. Più precisamente è arrivata in Italia, che per secoli è stata la porta dell'Europa. Da quel giorno, il personale sanitario italiano, sta combattendo una guerra senza rivali, che è stata definita una pandemia. Come ogni pandemia, anche questa si diffonde velocemente, tanto velocemente che ha attaccato i polmoni dei mercati finanziari mondiali, facendo sprofondare le Borse. Nemmeno nel 1929 i prezzi erano scesi così velocemente. Trattasi di un evento storico. La Borsa Italiana ha perso il 14% in una sola sessione a seguito delle dichiarazioni del presidente della BCE, Christine Lagarde.

Nel passato ogni crisi era generalmente circoscritta ad uno o due settori. Nel caso del 2008 furono il settore finanziario e quello immobiliare. Questa crisi è diversa da tutte le altre, perché non è provocata solo da fattori finanziari ed economici, ma anche da un fattore esogeno come il Covid-19. È un cocktail esplosivo. I mercati erano sopravvalutati, al top del ciclo finanziario. Le aziende come gli stati, avevano raggiunto un livello di debito stratosferico dovuto anche a politiche monetarie sbagliate negli ultimi venti anni. Quindi da questo punto di vista, ci si aspettava una correzione. Il problema è che la correzione di questa bolla è arrivata grazie al virus o meglio al cigno nero. Questo fattore esogeno sta paralizzando le economie. Per sconfiggerlo, è necessario restare chiusi in casa, e questo fattore, anche se importantissimo da un punto di vista sanitario, è devastante per i mercati e l'economia reale.

Questa non è la prima pandemia che il mondo ha dovuto affrontare, ma è sicuramente la più aggressiva dell'età moderna.

#### Global equity markets have powered through past viral outbreaks

MSCI ACWI index levels



Sources: Centers for Disease Control and Prevention, RIMES, MSCI. As of 3/9/20. Chart shown on a logarithmic scale. Total return index levels in USD, indexed to 100 on 12/31/2000. Disease labels are estimates of when the outbreak was first reported.

Secondo l'economista Nouriel Roubini "questa recessione sarà più breve rispetto a quella del 2008. Ma sarà molto più profonda. Gli strascichi di questa crisi economico-finanziaria scoppiata con il diffondersi del Coronavirus condurranno i popoli verso una lunga e lenta depressione. Per tornare agli stessi livelli di PIL di prima della crisi ci vorranno molti anni". La crisi rischia di produrre un effetto domino a livello istituzionale e politico: "O l'Eurozona mostra solidarietà in questi tempi duri oppure rischierà di collassare".

La crisi del Covid-19 ha causato all'interno dei portafogli grandi sconvolgimenti sia per le posizioni azionarie sia per quelle obbligazionarie. Il flusso di notizie ha talvolta provocato vendite indiscriminate, causando l'improvvisa ricomparsa del rischio di liquidità, o meglio, del rischio di illiquidità, come fattore principale nelle decisioni di investimento. Sia il mercato azionario che quello obbligazionario hanno sofferto di un calo di liquidità, causato da stress di mercato e da vendite forzate. Anche i corporate bond ne hanno risentito. Tutti i segmenti del mercato del credito sono stati colpiti.

L'attuale pandemia di coronavirus ha visto enormi oscillazioni nei mercati azionari, obbligazionari, delle materie prime e valutarie.

I mercati finanziari globali hanno risentito della emergenza Coronavirus sin dal mese di marzo 2020, quando la realtà economica di una pandemia di proporzioni globali ha iniziato a manifestarsi. Il calo del 25% del FTSE 100, registrato a fine marzo, è il più grande declino trimestrale da oltre tre decenni ed è noto nella stampa finanziaria come la più grande contrazione del valore delle azioni quotate a Londra dopo le conseguenze del *Black Monday* nell'ottobre 1987. Il 2020 era iniziato con il FTSE a livelli record intorno ai 7.542; da allora ha perso quasi 2.000 punti, chiudendo a 5.672 a fine marzo, che è stato il mese peggiore mai registrato per le azioni in tutta Europa. Il mercato azionario italiano è precipitato del 27%, culminando nel suo peggior trimestre di sempre e lo Stoxx 600 pan-europeo è sceso del 23%. Negli Stati Uniti, Wall Street ha registrato il suo più rapido calo nella storia del "Bear Market" con il Dow Jones che ha perso il 20% in poco più di 20 giorni - un declino più rapido rispetto all'incidente di Wall Street del 1929. Il petrolio ha subito un colpo con un prezzo al barile di \$ 22 alla fine di marzo - un indicatore chiave della crisi economica globale.

Tuttavia, il mercato dei *fine wine* da investimento è rimasto vivace e costantemente placido, dimostrando i vantaggi di un portafoglio diversificato di investimenti.

Come hanno reagito gli indici finanziari del vino? Analizziamo i report mensili di *Liv-ex*.

#### Market Report March 2020

Index	Level (29/02)	MOM (%)	YTD (%)	1y (%)	5y (%)
Liv-ex Fine Wine 50	328	-1.7%	-2.0%	-5.7%	21.7%
Liv-ex Fine Wine 100	303	0.2%	0.0%	-2.3%	25.0%
Liv-ex Bordeaux 500	306	-0.5%	-1.0%	-3.6%	28.8%
Liv-ex Fine Wine 1000	343	-0.8%	-1.4%	-4.2%	40.2%
Liv-ex Fine Wine Investables	329	-0.6%	-1.2%	-3.6%	27.2%
FTSE 100	6,581	-9.7%	-12.7%	-7.0%	-5.6%
S&P 500	2,954	-8.4%	-8.6%	6.1%	40.4%
Gold	1,642	4.5%	7.6%	24.4%	35.4%

Fonte: Rapporto di mercato *Liv-ex* marzo 2020, dati al 29.02.20

Il commercio è salito a metà mese quando gli acquirenti statunitensi sono tornati sul mercato, ma Covid-19 ha mantenuto un coperchio generale sull'attività.

La quota commerciale del Bordeaux in valore è scesa dal 55,4% al 45,3%, a soli 10 punti dal mese più basso di sempre. Champagne (8,8%), Italia (13%) e Rodano (2,8%) hanno registrato un balzo rispetto al mese precedente, mentre la Borgogna (20,3%) è stata in grado di mantenere la propria quota.

Il *Liv-ex 100* ha terminato febbraio con un piccolo guadagno, grazie alle forti performance di Champagne e Italia. All'interno del *Liv-ex 1000* (-0,8%), tutti i sottoindici sono scesi ad eccezione del *Rhone 100*, che è aumentato dello 0,62%.

## Market Report April 2020

Vino pregiato contro indici finanziari e oro:

Index	Level (31/03)	MOM (%)	YTD (%)	1y (%)	5y (%)
Liv-ex Fine Wine 50	321	-2.2%	-4.1%	-7.6%	19.8%
Liv-ex Fine Wine 100	299	-1.1%	-1.1%	-3.1%	24.2%
Liv-ex Bordeaux 500	300	-1.8%	-2.7%	-4.7%	26.4%
Liv-ex Fine Wine 1000	339	-1.4%	-2.7%	-4.4%	38.3%
Liv-ex Fine Wine Investables	323	-1.7%	-2.9%	-4.9%	25.1%
FTSE 100	5,578	-15.2%	-26.0%	-23.4%	-17.6%
S&P 500	2,604	-11.8%	-19.4%	-8.1%	25.9%
Gold	1,624	-1.1%	6.4%	25.5%	37.3%

Fonte: Rapporto di mercato Liv-ex aprile 2020, dati al 31.03.20

I dati del rapporto aprile 2020 di *Liv-ex* confermano che i mercati hanno continuato a scendere, il Fine Wine rimane stabile e, come l'oro, sta dimostrando il suo valore come rifugio sicuro in tempi di grande incertezza.

Il Rapporto di mercato mostra che il principale scambio di vini pregiati ha visto un aumento degli scambi del 26% in valore nel marzo 2020, mentre il numero di transazioni e casi scambiati ha raggiunto livelli record. L'attività è aumentata man mano che il commercio all'ingrosso si spostava online e i commercianti cercavano di automatizzare sempre di più i loro processi.

Con lo sfondo di mercati finanziari estremamente volatili, i valori dei vini pregiati in sterline rimangono relativamente stabili. Marzo ha visto cali marginali di poco più dell'1% per entrambi i benchmark *Liv-ex 100* e *Liv-ex 1000* nel mese, mentre l'FTSE 100 è sceso del -15,2% e l'S & P 500 un impressionante -11,8%. Il rifugio sicuro l'oro ha rispecchiato la performance *Liv-ex 100* nel mese a meno dell'1,1%, tuttavia la sua performance cumulativa ha resistito sulla base di un forte precedente 12 mesi, il periodo in cui il Fine Wine è stato sfidato dalle tariffe statunitensi e dalla Brexit.

Nei suoi sottoindici, il *Bordeaux Legends 40* è stato il principale *faller*, in calo del 2%. Finora quest'anno, la Borgogna 150 ha registrato il calo maggiore, in calo del 4%. Solo l'Italia 100 è riuscita a mantenere il suo livello a marzo (+ 0,03%). L'indice italiano ha registrato un rendimento di un anno del 3,9%, il che lo pone come leader assoluto nella performance dei sottoindici *Liv-ex 1000*.

Ancora una volta, la performance comparativa del vino pregiato come attività tangibile e stabile si colloca accanto all'oro nella sua capacità di coprire la volatilità nei mercati finanziari e generalmente la sua performance a lungo termine supera spesso le azioni e l'oro. Come possiamo vedere nel periodo di 5 anni, il Fine Wine misurato è attualmente il migliore.

Alla fine del primo trimestre 2020 l'FTSE era sceso del -26%, l'indice S&P 500 era sceso del -19,4% mentre il tasso *Liv-ex 100* ha registrato un negativo del -3,1%, tuttavia c'è un trend in aumento e l'indice del vino pregiato ha eguagliato la performance dell'oro a marzo. Le misure cumulative registrano il Fine Wine come attività migliore performante da cinque anni, superato solo dall'oro misurato in 1 anno.

## Market Report May 2020

I dati del rapporto maggio 2020 di *Liv-ex* mostrano che il mercato ha mantenuto la sua indifferenza verso gli eventi globali: un luogo tranquillo nel contesto di attività tradizionali volatili.

I prezzi sono scesi solo leggermente. Il *Liv-ex 50* - di solito il più suscettibile ai movimenti della sterlina - ha guadagnato lo 0,8%. Il *Liv-ex 100* è sceso dello 0,3%, il *Liv-ex 1000* è sceso dello 0,4%. Nella misura più ampia, lo Champagne 50 è salito dell'1,3% e il Bordeaux 500 era piatto. Il Borgogna 150 ha continuato il suo declino, scendendo dello 0,7%, ma il *RoW 60* è stato il più grande calo, in calo dell'1,5%.

L'ampiezza del mercato ha continuato ad espandersi ad aprile. I vini distinti scambiati erano il 30% in più rispetto all'inizio del 2020; il prezzo medio di scambio delle bottiglie in borsa, tuttavia, è sceso del 35% in quel periodo.

Vino pregiato contro indici finanziari e oro:

Index	Level (30/04)	MOM (%)	YTD (%)	1y (%)	5y (%)
Liv-ex Fine Wine 50	324	0.8%	-3.3%	-6.7%	20.0%
Liv-ex Fine Wine 100	298	-0.3%	-1.4%	-3.3%	23.3%
Liv-ex Bordeaux 500	300	0.1%	-2.7%	-4.6%	25.9%
Liv-ex Fine Wine 1000	337	-0.4%	-3.1%	-4.5%	37.5%
Liv-ex Fine Wine Investables	324	0.2%	-2.6%	-4.5%	24.5%
FTSE 100	5,964	6.9%	-20.9%	-19.6%	-14.4%
S&P 500	2,921	12.2%	-9.6%	-0.8%	40.0%
Gold	1,715	5.6%	12.4%	33.5%	45.1%

Fonte: Rapporto di mercato *Liv-ex* maggio 2020, dati al 30.04.20

Il *Fine Wine* ha dimostrato ancora una volta la resilienza alle oscillazioni dei mercati finanziari globali nel 2020.



Grafico 12 – Come il vino si confronta con gli altri investimenti  
Fonte: *Liv-ex* maggio 2020, dati al 08/05/2020



Il grafico 13 mostra come il valore del vino sia leggermente diminuito durante febbraio e marzo 2020. FTSE è diminuito del 32% dal 12 febbraio 2020, la Dow Jones Industrial in media del 19% e il giapponese *Nikkei 225* del 27% mentre i *Fine Wines* si comportano da rifugio sicuro. Il Fine Wine resta stabile e mantiene il suo valore mentre le azioni perdono milioni.

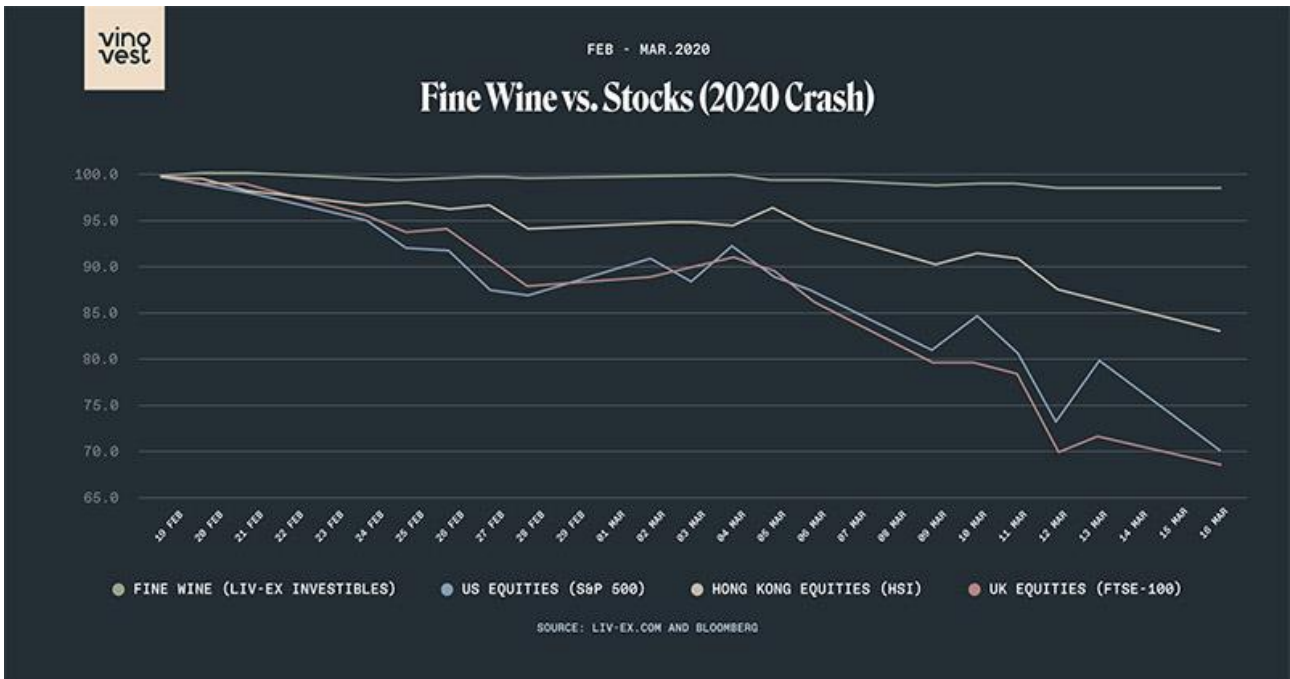


Grafico 13 – Fine wine vs stocks (2020 Crash)  
 Fonte: Vinovest Review: The Easy Way to Invest in Wine - Apr 23, 2020

Le azioni globali hanno subito un duro colpo poiché Covid-19 ha continuato a diffondersi a livello globale. Ma come evidente nella figura sotto, il *fine wine* è stato “noiosamente” stabile.

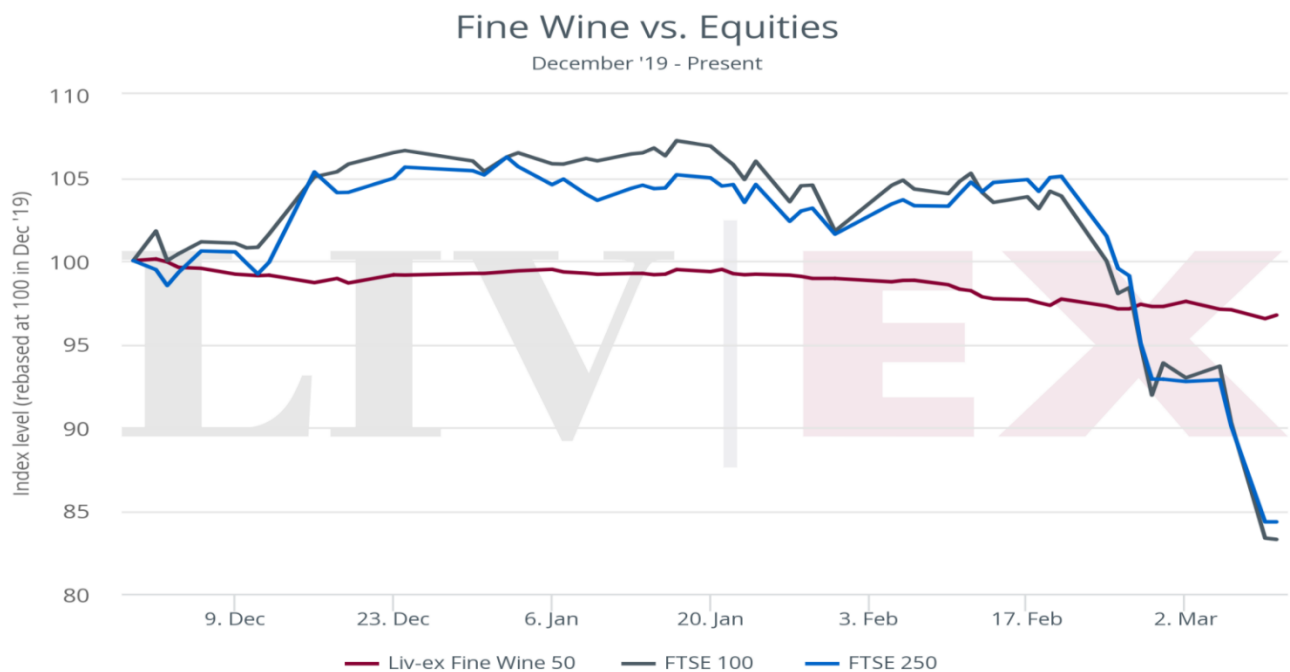


Grafico 14 – Fine wine vs. Equities  
 Fonte: Liv-ex.com 16th March 2020

Con una bassa correlazione con i mercati azionari, il vino pregiato si muove a un ritmo glaciale ed è generalmente influenzato da due fondamentali economici a lungo termine: la domanda e l'offerta.

Negli ultimi tre mesi, i prezzi del vino sono diminuiti, a causa di fattori sia interni (tariffe del vino) che esterni (Covid-19), ma ci sono state scarse prove della vendita da panico. In effetti, gli acquirenti a lungo termine stanno emergendo per cercare eventuali affari che potrebbero palesarsi.

Regional share of trade by value (6th March - 12th March)			
Region	Share of total	Previous week's share of total	February Share
Bordeaux	57.3%	47.6%	45.3%
Burgundy	12.2%	15.0%	20.3%
Champagne	5.3%	6.4%	8.8%
Italy	12.3%	17.1%	13.0%
Rhone	2.5%	2.1%	2.8%
USA	3.5%	8.5%	4.6%
Others	6.9%	3.3%	5.2%

Fonte: Liv-ex.com 16th March 2020

Il grafico 15 evidenzia:

- cadute giornaliere in tutti i mercati finanziari globali;
- FTSE mostra perdite giornaliere fino al 10%;
- petrolio al valore più basso in 30 anni;

Allo stesso tempo:

- Gli indici di vini pregiati Liv-ex rimangono stabili;
- Liv-ex 100 e Liv-ex 1000 hanno sovraperformato le azioni globali e il petrolio a breve e lungo termine (5 anni);
- Negli ultimi 5 anni: LIV-EX 1000 è aumentato del 40% e FTSE è diminuito del 5%.

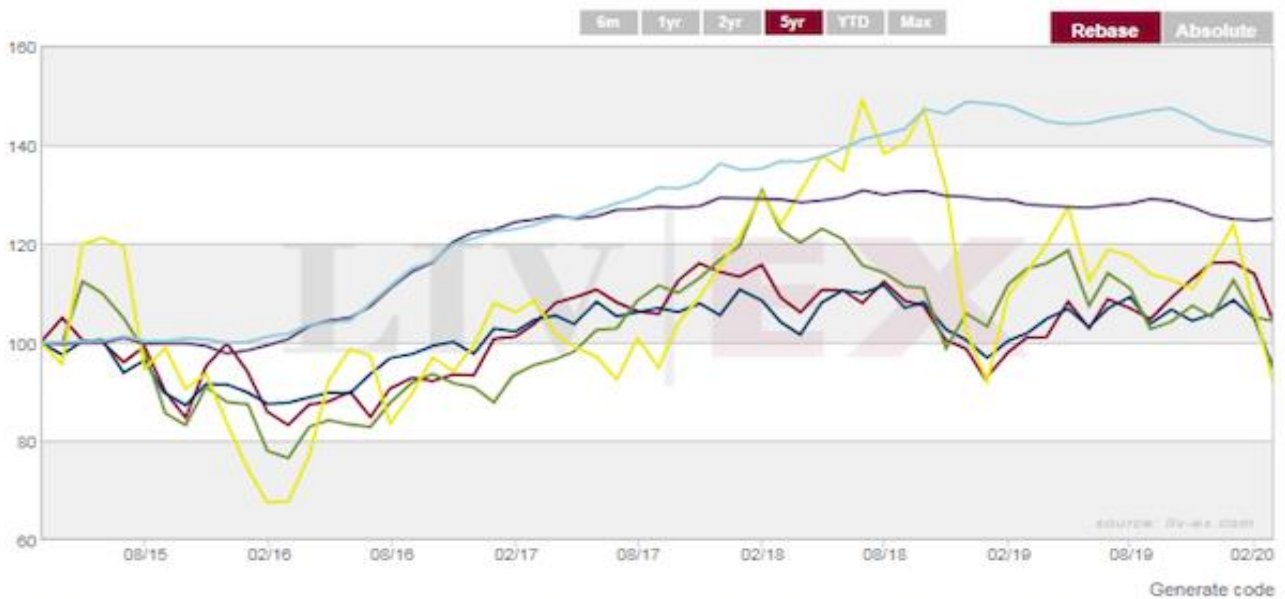
L'emergenza Coronavirus inoltre non ha fermato il mondo delle aste enologiche. Nei primi giorni di maggio a Londra, la casa d'aste Sotheby's ha messo all'incanto ben 722 lotti di vini pregiati e spirits, per la metà assegnati a collezionisti online, per un totale di 3,7 milioni di sterline, con una buona parte delle aggiudicazioni che ha superato abbondantemente le stime. Al top, due casse di Cheval Blanc 1947, considerata la migliore annata del secolo, battute a 242 mila e 229.900 sterline.

Cosa aspettarci nel prossimo futuro? Tutto dipenderà dalle politiche sanitarie, monetarie e fiscali che verranno messe in atto dai governi. I fattori che ci faranno sopravvivere sono liquidità e agevolazioni fiscali. Lo stato e le banche centrali devono sostenere le aziende per ripartire supportando lavoratori e famiglie.

Il risultato dipende dalla traiettoria della pandemia, dalle politiche messe in atto per contenerla e dal fatto che queste siano sufficienti a contenere i danni mentre si ricostruisce la fiducia dei consumatori e delle imprese.

La ripresa dell'economia potrà essere una ripartenza a "V" come successo tante volte, con una forte impennata dei consumi dopo la crisi, ma potrebbe invece configurarsi una ripresa a U, dove la parte bassa della curva durerà molto a lungo con una stagnazione più lunga, oppure una ricaduta e una nuova ripartenza.

dopo qualche tempo. Forse un ribasso che tale resterà. Dipende da noi, oggi, prendere le decisioni giuste per evitare che diventi una L.



Series	Current value	6m	12m	2y	5y
FTSE 100	5,876	-20%	-11%	-10%	-5%
DAX	8,742	-29%	-21%	-25%	4%
Hang Seng	23,064	-14%	-17%	-24%	4%
Crude Oil	30	-51%	-45%	-48%	-8%
Liv-ex Fine Wine 100	303	-3%	-2%	-3%	25%
Liv-ex Fine Wine 1000	343	-5%	-4%	3%	40%

Grafico 15 - Fine wine performance compared with global equities and oil  
 Fonte: Liv-ex.com 16th March 2020

## CONCLUSIONE

La tesi era volta a verificare l'ipotesi della plausibilità del vino come risorsa d'investimento alternativa e verificare eventuali implicazioni di includerlo in un portafoglio di investimenti convenzionale, composto da azioni, obbligazioni e altri investimenti alternativi più tradizionali.

Secondo i risultati della ricerca, il vino mostra una correlazione a lungo termine con le attività tradizionali. Sebbene la relazione sia statisticamente significativa, è molto debole, quindi il vino può essere utilizzato per catturare benefici di diversificazione rispetto alle attività tradizionali.

Il sostanziale apprezzamento dei prezzi dei migliori vini *investment grade* al mondo negli ultimi due decenni ha richiamato l'attenzione sul potenziale di questa classe di attività.

Tuttavia, il mercato del vino per gli investimenti ha molto di più da offrire rispetto alla sua storia di rendimenti impressionanti.

Si possono quindi evidenziare alcuni vantaggi dell'investimento nel *Fine Wine* desumibili dall'osservazione dell'andamento dell'indice *Liv-ex Fine Wine Investables*:

1. Crescita del capitale a lungo termine: negli ultimi due decenni, il mercato del vino *investment grade* ha prodotto un rendimento superiore a qualsiasi delle principali classi di attività a reddito fisso nello stesso periodo.
2. Bassa volatilità: il mercato del vino di qualità *investment grade* ha prodotto la seconda volatilità più bassa dei rendimenti mensili annualizzati tra tutte le principali classi di attività non a reddito fisso.
3. Rendimento superiore rettificato in base al rischio: il mercato del vino *investment grade* ha prodotto il secondo miglior rendimento rettificato in base al rischio (come misurato dal *Sharpe Ratio*) tra tutte le principali classi di attività non a reddito fisso.
4. Diversificatore del portafoglio: la storia ha dimostrato che i mercati azionari tendono a diventare più strettamente correlati quando i mercati sono turbolenti. Ma il mercato del vino *investment grade* storicamente non si è mosso di pari passo con le altre principali classi di attività di tipo azionario, né è fortemente correlato con hedge fund, oro o altre materie prime. Pertanto, l'aggiunta di un'allocazione al vino *investment grade* può aiutare a isolare un portafoglio da eventi che influenzano ampiamente i mercati azionari e delle materie prime.
5. Copertura dell'inflazione: il vino *investment grade* è un'attività tangibile e di consumo, e tali attività in genere funzionano bene in periodi di aumento dell'inflazione. Il prezzo del mercato vitivinicolo di tipo *investment grade* tende ad aumentare durante l'inflazione più elevata, suggerendo che il vino può fornire una copertura efficace contro l'inflazione in aumento.

La recente turbolenza nel mercato azionario ha alimentato il dibattito tra gli investitori globali sull'importanza della diversificazione del portafoglio e dell'allocazione del capitale verso mercati alternativi. E' stato dimostrato che il *Fine Wine* è la principale classe di attività alternativa e offre una valida opportunità per gli investitori che desiderano diversificare ed espandere i loro portafogli verso attività alternative. L'esposizione a questo mercato fornisce stabilità nei ribassi del mercato e bassi livelli di correlazione durante periodi di "normali" performance del mercato.

Il *Fine Wine* può agire come *asset class* difensiva in tempi di crisi economica, ma allo stesso tempo trae vantaggio dal rialzo economico grazie alla creazione di ricchezza, alimentando la spesa per attività di lusso. Inoltre, la domanda di vino pregiato non tende a oscillare troppo durante i periodi di deterioramento economico: i consumatori di vino consumeranno sempre vino. Le caratteristiche di nicchia e le dimensioni relative del mercato del vino pregiato isolano il mercato da fattori macroeconomici più ampi e possono quindi proteggere gli investitori da maggiori perdite. Il caso dell'investimento nel vino come *asset class* alternativo

strategico ha forti meriti e le prospettive per il mercato rimangono promettenti con un crescente interesse da parte dei mercati emergenti.

- In un mondo in cui la performance delle attività finanziarie è stata storicamente volatile, è dimostrato che l'investimento nel Fine Wine offre una bassa volatilità oltre alla crescita del capitale.
- La storia insegna che il Fine Wine ha mostrato una volatilità costantemente inferiore in cambio sia a breve che a lungo termine, rispetto alle azioni dei mercati emergenti e globali.
- I rendimenti di Fine Wine hanno costantemente evidenziato una risposta debole alle oscillazioni dei mercati azionari globali, indicando una mancanza di correlazione con i mercati finanziari tradizionali.
- Durante un'economia in recessione, il vino pregiato ha dimostrato di essere una classe di attività difensiva, fornendo protezione agli investitori che detengono portafogli azionari.
- L'aumento della ricchezza, l'indebolimento del GDP e il costante interesse per il Fine Wine in Cina e in altri mercati del vino non tradizionali, continueranno a rafforzare la crescente domanda di vini con un'offerta strettamente limitata e contribuiranno ad amplificare la tendenza positiva nel mercato degli investimenti nel vino pregiato. Il conseguente impatto sui prezzi continuerà a sostenere tendenze positive sul mercato a breve termine.
- Le prospettive per il mercato degli investimenti nel vino pregiato sono positive, con un crescente interesse verso le regioni al di fuori di Bordeaux (ad esempio Borgogna, Italia e Stati Uniti) e un'offerta limitata fondamentale che contribuisce alla crescita continua
- Finché le dinamiche fondamentali della domanda e dell'offerta alla base del Fine Wine rimarranno invariate, si ritiene che i mercati del Fine Wine continueranno a funzionare bene in termini assoluti e relativi ad altri tipi di attività materiali.
- La storia dimostra che l'aggiunta di vino pregiato a un portafoglio dovrebbe ridurre significativamente il rischio totale del portafoglio azionario e proteggere gli investitori da maggiori perdite durante i periodi di difficoltà economica.
- Sebbene i benefici della diversificazione non siano così pronunciati durante una crisi finanziaria a causa della relazione positivamente correlata tra economia e mercato del vino pregiato, si prevede che l'aggiunta di vino pregiato al portafoglio proteggerà gli investitori dalla perdita maggiore, fungendo da conservatore chiave di ricchezza.
- La performance cumulativa per il Fine Wine dal 2003 mostra segni positivi e si prevede che avrà più spazio per crescere, supportata da una correlazione costantemente inferiore con le attività finanziarie tradizionali e una minore volatilità del rendimento.
- Durante un'economia in miglioramento, che copre il 2015-2017, è stato riscontrato che le prestazioni del vino pregiato migliorano con l'economia in misura minore, ma il rendimento è ancora interessante rispetto all'oro.

## BIBLIOGRAFIA

1. Abreu, M.; Mendes, V.; (2010) - Financial literacy and portfolio diversification, *Quantitative finance* 10(5): 515-528. <http://dx.doi.org/10.1080/14697680902878105>
2. Ali, H. H.; Lecocq, S.; Visser, M. (2008). The impact of Gurus: Parker Grades and en Primeur wine prices, *The Economic Journal* 118: 158-173. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02147.x>
3. Altria (2013) Altria annual report 2013
4. Ashenfelter O., (2008) Predicting the Quality and Price of Bordeaux Wine. *The Economic Journal*. Vol. 188, No. 529, pp. F174-F184. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02148.x>
5. Ashenfelter, O.; Ashmore, D.; R. Lalonde (1995) Bordeaux wine vintage quality and the weather. *Chance*, 8(4), 7-14.
6. Atzeni G., (2019) Vino mondiale, produzione record e scambi in aumento, <https://www.gamberorosso.it/notizie/vino-mondiale-produzione-record-e-scambi-in-aumento/>
7. Baccaglio M., (2019), I numeri del vino - La produzione mondiale di vino nel 2019 – prima stima OIV, <http://www.inumeridelvino.it/2019/11/la-produzione-mondiale-di-vino-nel-2019-prima-stima-oiv.html>
8. Bank, T. W. (2013) The World Bank Annual GDP growth. Paimta 2014 m. February 15th d. iš The World Bank: <http://www.worldbank.org/>
9. Barclays Wealth and Investment Management and Ledbury Research (2012) Profit or Pleasure? Exploring the Motivations Behind Treasure Trends. *Wealth Insights*, Vol. 15.
10. Barton D.; Chen Y.; Mckinsey J.A.; Quarterly J. (2013) Mapping China's middle class <http://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/mapping-chinas-middle-class>
11. Barton, D. (2013) Half a Billion: China's Middle-Class Consumers. Paimta 2014 m. January 27th d. iš The Diplomat: <http://thediplomat.com/2013/05/half-a-billion-chinas-middle-class-consumers/>
12. Baur, D. G.; McDermott, T. K. J. (2009) Is Gold a Safe Haven? *International Evidence*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1516838> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1516838>
13. BBR (2011) Fine Wine Report 2011. Berry Bros & Rudd, <http://www.bbr.com/fine-wine/market-report>
14. Beattie, A. (2009.) *Contemplating Collectible Investments*. Paimta 2013 m. December 18th d. iš Investopedia : <http://www.investopedia.com/articles/basics/06/contemplatingcollectibles.asp>
15. Belk W. R. (1995) Collecting as luxury consumption: Effects on individuals and households *Journal of Economic Psychology* Volume 16, Issue 3, r Pages 477-490 [https://doi.org/10.1016/0167-4870\(95\)98956-X](https://doi.org/10.1016/0167-4870(95)98956-X)
16. Bombrun, H.; Sumner, D. A. (2003). What determines the price of wine? *Investing in wine*, *Agricultural Issues Centre Issues Brief* 18(1): 1-5.
17. Brown, A. (2009) *Wine: an alternative investment*, Chapter 11 in S. Satchell (Ed.). *Collectible investments for the high net worth investor*. Academic Press Inc. <http://dx.doi.org/10.1016/B978-0-12-374522-4.00011-1>
18. Campbell, R. J. (2008b) Art as a financial investment, *Journal of Alternative Investments* 10(4): 64-1. <http://dx.doi.org/10.3905/jai.2008.705533>
19. Cardebat, J. M.; Fiquet, J. M. (2010) Is Bordeaux wine an alternative financial asset? in the 5th International Academy of Wine Business Research Conference, 8-10 February 2010, Auckland, New Zealand.
20. Cardebat, J.M.; Fiquet J.M. (2004) What explains Bordeaux wine prices? *Applied Economics Letters*, 11(5), 293-296.
21. Čienė D. J.; Kavonytė A. JA, (2014) Alternative investments: valuation of wine as a means for portfolio diversification, <http://dx.doi.org/10.3846/btp.2015.606>
22. Coffman, B. A.; Nance, R. J. (2009) Wine: the illiquid liquid investment asset, *Journal of Financial Planning* 12: 61-70.
23. Combris, P.; Lecocq, S.; Visser M. (1997) Estimation of an hedonic price equation for Bordeaux wine: does quality matter? *The Economic Journal*, 107(441), 390-402.
24. *Cult Wines Special Report, Fine Wine vs Global Equities Report*, Yijun(Lena) Lu
25. Day M; Favato Go; Mamarbachi R. (2008) Art as an Alternative Investment Asset SSRN Electronic Journal DOI: 10.2139/ssrn.1112630
26. Decanter (2011) Chinese wine top honour at Decanter World Wine Awards, <http://www.decanter.com/wine-news/chinese-wine-wins-top-honour-at-decanter-world-wine-awards-36689/>
27. Decanter (2014) How to buy En Primeur. <http://www.decanter.com/wine-learning/wineadvice/basics/495393/how-to-buy-en-primeur>
28. Decanter (2014b) How to invest in wine – Advantages and disadvantages of investing. <http://www.decanter.com/collecting/investment/492597/how-to-invest-in-wine-advantages-anddisadvantages-of-investing>
29. Deloitte Art & Finance Report, 2011 - A closer look at the growing Art & Finance industry
30. Deloitte 2014 Alternative investment outlook championing growth

31. Di Vittorio, A.; Ginsburgh V. (1996) Pricing red wines of Médoc. Vintages from 1949 to 1989 at Christie's auctions. *Journal de la Société Statistique de Paris*, 137, 19-49
32. Ecep (2014) Wine Futures Part 1: En Primeur Examined [https://www.ecep.com/media/downloadable/Wine\\_Futures\\_Part\\_1.pdf](https://www.ecep.com/media/downloadable/Wine_Futures_Part_1.pdf)
33. Economist Wine Technology (2013) Bacchus to the future, *Technology Quarterly* Q4 2013, The Economist
34. Emotional Assets Management & Research – Emotional Assets Fund 1 By Money Marketing (2009) 5:34 pm
35. Erdos, P.; Ormos, M. (2013) Components of investment grade wine prices, *Journal of Wine Research* 24(3): 227–247. <http://dx.doi.org/10.1080/09571264.2013.783469>
36. Flavin, T.; Morley; Ciand Panopoulou, Ei, (2014), Identifying safe haven assets for equity investors through an analysis of the stability of shock transmission, *Economics, Finance and Accounting Department Working Paper Series*, Department of Economics, Finance and Accounting, National University of Ireland - Maynooth, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:may:mayecw:n249-14.pdf>.
37. Fogarty, J J.; Sadler, R. (2014) To Save or Savor: A Review of Approaches for Measuring Wine as an Investment, *Journal of Wine Economics*, Vol. 9, No. 3, pp. 225-248
38. Fogarty, J J. (2010) Wine Investment and Portfolio Diversification Gains. *Journal of Wine Economics*, Vol. 5, No. 1, pp. 119-131.
39. Food Standards Agency, (2014) <https://www.food.gov.uk/business-guidance/industry-specific-advice/wine>
40. Fraser, P. (2012) Chateau Petrus named king of wine investments with 14% annual return. Paul Fraser collectibles.
41. FT (2011) Funds: New ways to tap into fast-growing asset class. *Financial Times*, June 17, 2011
42. FT (2013) Wine fund market brought to its knees. *Financial Times*, June 16, 2013
43. Goulet, E.; Morlat, R. (2011) The use of surveys among wine growers in vineyards of the middle-Loire Valley (France), in relation to terroir studies, *Land Use Policy* 28(4): 770–782. <http://dx.doi.org/10.1016/j.landusepol.2011.01.003>
44. Guarasci, D. (2010) Traditional long-only vs. alternative investments in the 43rd Annual Canadian Employee Benefits Conference, 21–24 November 2010, San Diego, California.
45. Hibbert, A.; Lawrence, E.; Prakash, A. (2012) Can diversification be learned, *Journal of Behavioral Finance* 13: 38–50. <http://dx.doi.org/10.1080/15427560.2012.654547>
46. Holden Craig W., (2008), *Excel Modeling and Estimation in the Fundamentals of Investments* - Pearson College Div. Editore
47. IMF, (2009) *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>.
48. Jacobs, H.; Muller, S.; Weber, M. (2014) How should individual investors diversify? An empirical evaluation of alternative asset allocation policies, *Journal of Financial Markets* 19:62–85. <http://dx.doi.org/10.1016/j.finmar.2013.07.004>
49. Jones, G. V.; Storchmann, K.-H. (2001) Wine market prices and investment under uncertainty: an econometric model for Bordeaux Crus Classes, *Agricultural Economics* 26: 115–133. [http://dx.doi.org/10.1016/S0169-5150\(00\)00102-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0169-5150(00)00102-X)
50. Kourtis, A.; Markellos, R. N.; Psychoyios, D. (2012) Wine price risk management: international diversification and derivative instruments, *International Review of Financial Analysis* 22(4): 30–37. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2012.02.001>
51. Kumar; Mahesh (2005) Wine investment for Portfolio Diversification. The Wine Appreciation Guild, San Francisco
52. Laeven L.; Valencia F. (2018) "Systemic Banking Crises Revisited," *IMF Working Papers* 18/206, International Monetary Fund.
53. Liccione (2019) *Vino d'annata: investimento edonistico e redditizi*, <https://www.we-wealth.com/it/news/pleasure-assets/vino/vino-annata-investimento-edonistico-redditizio/>
54. Liv-ex (2011) - The Fine Wine Investment Market – An Inside View. Hong Kong International Wine & Spirits Fair. <http://www.slideshare.net/liv-ex/the-fine-wine-investment-market-an-inside-view>,
55. Liv-ex (2014) Liv-ex Fine Wine 100 component wines and vintages (Downloaded, January 8, 2015)
56. Liv-ex (2014a) En Primeur is dead, long live En Primeur <http://www.blog.liv-ex.com/2014/05/en-primeur-isdead-long-live-en-primeur.html>
57. LVMH (2013) LVMH annual report 2013
58. Markowitz H M. (1952) Portfoglio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No.1. pp. 77-91. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3AAPS%3E2.0.CO%3B2-1>
59. Markowitz, H. M. (1999) The early history of portfolio theory 1600–1960, *Financial Analysts Journal* 55(4): 5–16. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v55.n4.2281>
60. Masset P.; Henderson C.; (2010). Wine as an alternative asset class. *Journal of Wine Economics*, 87-118.
61. Masset, P.; Jn-P Weisskopf (2010) Raise your glass: Wine investment and the financial crisis. Working paper, University of Fribourg. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1457906>.
62. McKinsey (2011) Mapping global capital market 2011. McKinsey Global Institute, August 2011.
63. McNutt, J. G. (2002) Brentwood Investing in Wine. *Paimta* 2013 m. December 18th d. iš Brentwood wine company: <http://www.brentwoodwine.com/invest/trends1098.html>
64. NYT (2014) - An Investment in the Cellar, With a Nice Bouquet. *The New York Times*, February 10, 2014
65. OIV Organizzazione Internazionale della Vigna e del Vino - I DATI DELLA CONGIUNTURA MONDIALE Aprile 2018 <http://www.oiv.int/public/medias/5959/i-dati-della-congiuntura-mondiale-oiv-aprile-2018.pdf>

66. Paulucci M. (2018), *Vino in Borsa: il boom delle aziende vinicole*, <https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/vino-in-borsa-il-boom-delle-aziende-vinicole/>
67. Pendery, D. (2009) *Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase if Right Steps are Not Taken*. Retrieved from Reuters. Available from: <http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227>
68. Ricardo, E. M. (2013) *Investment grade wine – an alternative asset class*. Wealth Society, 6.
69. Robinson J; Harding Ja. (2015) *Oxford Companion to Wine*, Published by Oxford University Press,
70. Robinson J. - Johnson H. (2002) - *Atlante mondiale dei vini*. Ediz. Illustrata Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. Traduzione di Sicuri E. Milano, 2002; ril., pp. 352, ill., cm 23,5x30.
71. Roma, P.; Di Martino, G.; Perrone, G. (2013). *What to show on the wine labels: a hedonic analysis of price drivers of Sicilian wines*, *Applied Economics* 45(19): 2765–2778. <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2012.678983>
72. Sadler R.; Fogarty J. (2014) *To Save or Savor: A Review of Approaches for Measuring Wine as an Investment*. *Journal of Wine Economics*. 9. 225-248. [10.1017/jwe.2014.27](http://dx.doi.org/10.1017/jwe.2014.27).
73. Sanning L.W.; Shaffer S.; Sharratt J.M. (2008) *Bordeaux wine as a financial investment*. *Journal of Wine Economics*, 51-71.
74. Shyng, J.-Y.; Shieh, H.-M.; Tzeng, G.-H.; Hsieh, S.-H. (2010) *Using FSBT technique with Rough Set Theory for personal investment portfolio analysis*, *European Journal of Operational Research* 201(2): 601-607. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejor.2009.03.031>
75. Sokolin D.; Bruce A. (2008) *Investing in Liquid Assets: Uncorking Profits in Today's Global Wine Market*. Simon & Schuster, New York
76. Sotheby (2013) *Buyer's Premium Chart 2015* [http://www.sothebys.com/content/dam/sothebys/PDFs/buyerspremium/Buyer\\_premium\\_chart\\_2013\\_new.pdf](http://www.sothebys.com/content/dam/sothebys/PDFs/buyerspremium/Buyer_premium_chart_2013_new.pdf)
77. Storchmann, K. (2011) *Wine Economics: Emergence, Developments, Topics*. American Association of Wine Economics.
78. Taleb, N. N. (2007) *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House
79. Telegraph (2014) *Fine wine fund closes amid allegations it is a 'Ponzi scheme'*. The Telegraph, March 14, 2014
80. The Wine Advocate (2014) *The Wine Advocate Vintage Guide (as of August 2014)*, <http://www.erobertparker.com/newsearch/vintagechart1.aspx>
81. The Wine Cellar Insider (2015) *Bordeaux Wine Production, Facts, Figures, Grapes, Vineyards*. <http://www.thewinecellarinsider.com/wine-topics/bordeaux-wine-production-facts-figures-grapes-vineyards/>
82. Thinkadvisor (2013) *Wine Fund Investing Without the Hangover*. Think Advisor, July 14, 2013
83. Turan, K. (2013) *'Red Obsession' takes on China and the Bordeaux mania*. Paimta 2014 m. February 14th d. iš Los Angeles Times: <http://articles.latimes.com/2013/sep/12/entertainment/la-et-mn-red-obsession-review>
84. Veld-Merkoulova, Y. V. (2011) *Investment horizon and portfolio choice of private investors*, *International Review of Financial Analysis* 20(2): 68-75. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2011.02.005>
85. Warwick R. (2013) *Red Obsession*, documentary film which collects interviews with winemakers and wine lovers across the world.
86. Wilson, D. (2014) *Liquid alternatives - more than just return potential*, *Journal of Financial Planning* 27(6): 10-11.
87. World bank (2015a) *Population total*, <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL>
88. *World Wealth Report (2013)*. [Available from Internet: [http://www.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/wwr\\_2013\\_0.pdf](http://www.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/wwr_2013_0.pdf)].