

Liquidity. Longevity. Legacy.

Un approccio alla gestione dei patrimoni **sulla base degli obiettivi**



Indice

- 03 **Introduzione**
- 04 **Presentazione delle 3L**
- 06 **Oltre il rapporto rischio/rendimento**
- 11 **I vantaggi dell'approccio 3L**
- 15 **La gestione delle strategie 3L**
 - 1 La strategia Liquidity
 - 2 La strategia Longevity
 - 3 La strategia Legacy
- 22 **Conclusioni**
- 23 **Bibliografia e letture collegate**
- 24 **Note finali**

Autori

Michael Crook
michael.crook@ubs.com
+1 212 649-8153

Ronald Sutedja
ronald.sutedja@ubs.com
+1 212 713-2812

Jeff LeForge
jeff.leforge@ubs.com
+1 212 882-5594

Contatti regionali del CIO

Americhe
Michael Crook
michael.crook@ubs.com
+1 212 649-8153

APAC
Hartmut Issel
hartmut.issel@ubs.com
+65 64958030

Italia
Matteo Ramenghi
matteo.ramenghi@ubs.com
+39 02762 65679

Regno Unito
Caroline Simmons
caroline.simmons@ubs.com
+44 20756 78846

Svizzera
Marianna Mamou
marianna.mamou@ubs.com
+41-44-234 28 59

Cara lettrice, caro lettore,



Mark Haefele

comprendere i valori in cui crede e gli obiettivi che vuole raggiungere nel corso della sua vita è essenziale per il modo in cui vogliamo lavorare insieme a lei. Investire è un'iniziativa del tutto personale ed è per questo che in UBS partiamo sempre da una conversazione approfondita, che ci serve per capire ciò che è più importante per lei.

In questa pubblicazione, il CIO di UBS spiega i principi fondamentali alla base dell'approccio Liquidity. Longevity. Legacy. – come funziona, perché funziona e come gestirlo nella pratica.



Michael Crook,
CAIA, CRPC

- 1 **Liquidity** per mantenere il suo tenore di vita.
- 2 **Longevity** per migliorare il suo tenore di vita.
- 3 **Legacy** per migliorare la vita degli altri.

Questo approccio alla gestione patrimoniale la aiuta a comprendere chiaramente come è suddiviso il suo patrimonio e perché, con la serenità di avere ciò di cui può avere bisogno in ogni momento: oggi, domani e per le generazioni future.

Con i migliori saluti.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mark Haefele'.

Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michael W. Crook'.

Michael Crook, CAIA, CRPC
Head of Investment Strategy Americas
UBS CIO Global Wealth Management

Presentazione delle 3L

Ogni famiglia ha un piano finanziario diverso, ma le strategie d'investimento sono quasi sempre strutturate nello stesso modo. Anziché utilizzare la tolleranza al rischio come base per stabilire la ripartizione degli investimenti, l'approccio 3L è costruito in funzione dei suoi obiettivi finanziari. L'approccio Liquidity. Longevity. Legacy.¹ suddivide il patrimonio familiare tra tre strategie, da noi chiamate 3L.²

1 Liquidity

I beni inclusi nella strategia Liquidity sono destinati a finanziare le spese previste in un orizzonte di 2-5 anni, generando flussi finanziari stabili e automatici (o quasi automatici). Ad esempio, la strategia Liquidity di un pensionato può includere i capitali previdenziali, le disponibilità liquide e una scala di obbligazioni a 3 anni, che nel complesso coprono le esigenze di spesa. Sottolineiamo che non raccomandiamo di detenere in contanti un importo superiore alla cifra equivalente alle spese di un anno, fatte salve circostanze molto particolari e poco frequenti.

2 Longevity

La strategia Longevity è studiata e dimensionata in modo tale da includere tutti i beni e le risorse che i componenti della famiglia intendono utilizzare nel resto della propria vita e traccia un quadro chiaro del costo complessivo degli obiettivi di spesa futuri. A questo scopo è importante che venga gestita in modo appropriato, tramite un portafoglio adeguatamente diversificato che tiene conto dell'inflazione e dei rischi negativi. La strategia Longevity include i patrimoni previdenziali, i portafogli d'investimento, la pianificazione dell'assistenza a lungo termine, l'abitazione principale e altri beni simili. Nel corso del tempo, questi beni possono essere trasferiti alla strategia Liquidity per rifinanziarla.

3 Legacy

La strategia Legacy indica ciò che la famiglia può fare per migliorare la vita degli altri, oggi o in futuro. Include i beni che non sono necessari ai componenti della famiglia per raggiungere gli obiettivi a lungo termine e in genere è l'elemento portante della pianificazione successoria. I portafogli d'investimento della strategia Legacy tendono a presentare un profilo piuttosto aggressivo, poiché il relativo orizzonte temporale è di vari decenni, e possono includere fondi filantropici, immobili e pezzi da collezione.

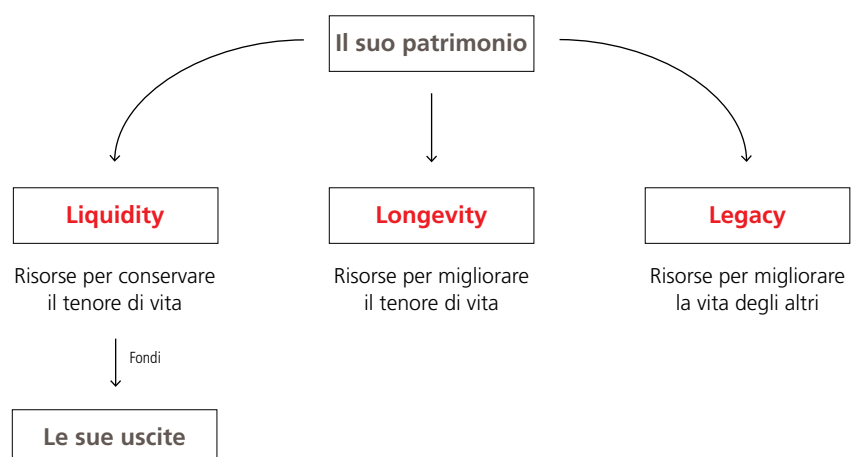
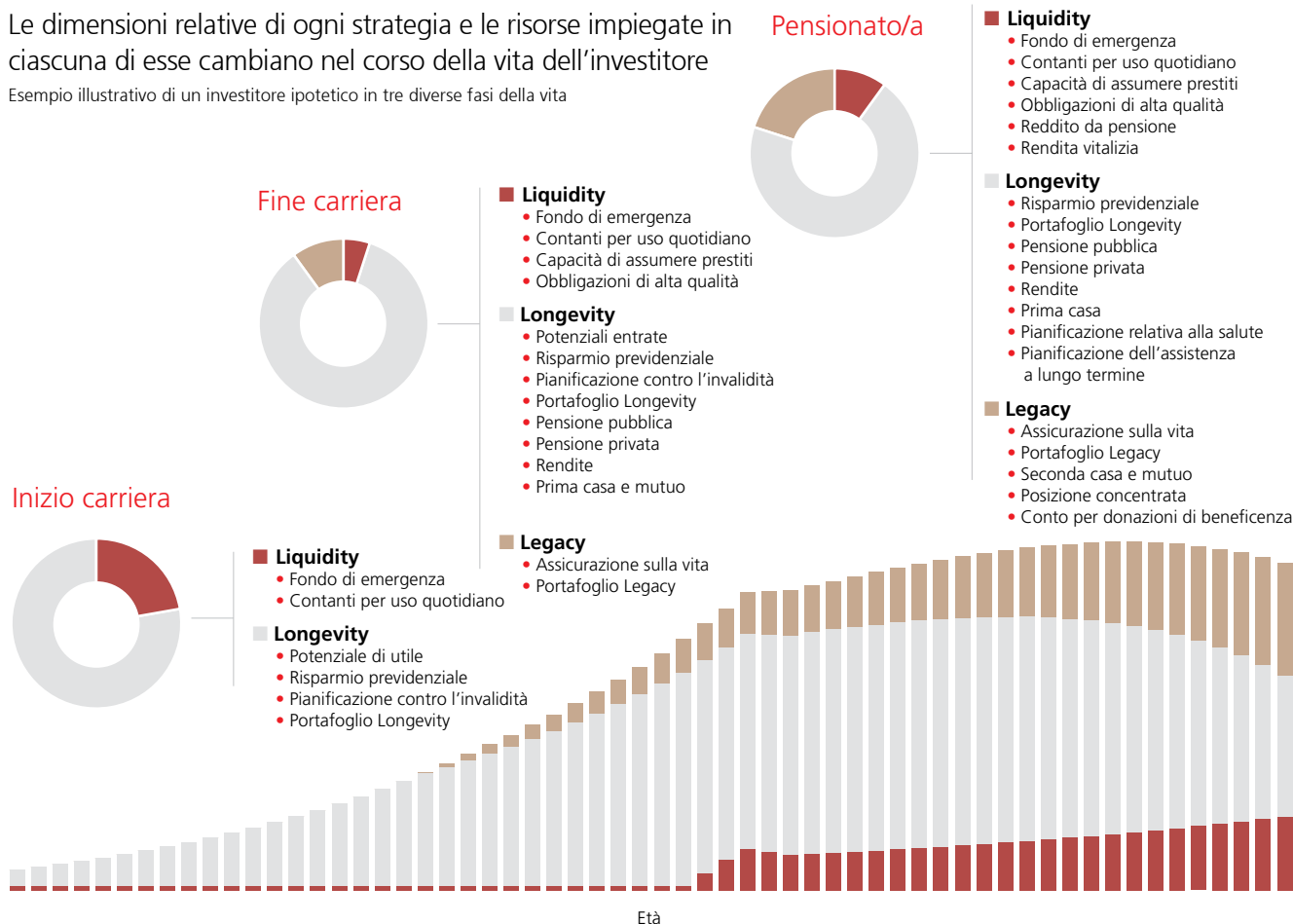


Figura 1

Le dimensioni relative di ogni strategia e le risorse impiegate in ciascuna di esse cambiano nel corso della vita dell'investitore

Esempio illustrativo di un investitore ipotetico in tre diverse fasi della vita



Fonte: UBS

Essenzialmente, l'approccio 3L si propone come base di pianificazione per le famiglie che vogliono impiegare la totalità dei loro beni e gestire le spese nel modo migliore per raggiungere i loro obiettivi personali. È stato concepito per illustrare chiaramente le implicazioni di tutte le decisioni finanziarie collegate agli obiettivi specifici della famiglia.

Le dimensioni relative di ciascuna delle strategie Liquidity, Longevity, Legacy, cambiano nel corso della vita dell'investitore. Durante la vita lavorativa, la strategia Liquidity include un quantitativo ridotto di strumenti finanziari, poiché in genere il reddito periodico da lavoro copre tutte le spese. Al contempo, la strategia Longevity viene gradualmente finanziata mediante i risparmi e i

proventi degli investimenti, mentre la strategia Legacy rimane probabilmente inattiva per la maggior parte della vita lavorativa. La quasi totalità dei beni dell'investitore risulta quindi investita nella strategia Longevity.

Quando si avvicina l'età della pensione, la strategia Longevity dovrebbe ormai essere interamente finanziata e qualche attività potrebbe essere trasferita alla strategia Legacy. Anche i beni destinati ad affrontare le spese a medio-breve termine previste nell'arco dei prossimi anni cominciano a essere spostati nella strategia Liquidity, con l'effetto di ridurre il rischio della strategia complessiva.

Infine, dopo il pensionamento l'investitore spende gradualmente il capitale della strategia Longevity, mentre

il patrimonio investito nella strategia Legacy è svincolato dalle spese e continua ad aumentare di valore. Gli investitori che dopo il pensionamento detengono un'elevata quota di capitale nella strategia Legacy rispetto alle proprie esigenze di spesa registrano un aumento del livello di rischio medio, poiché i beni inclusi nella strategia Legacy rappresentano una quota sempre maggiore del loro patrimonio complessivo. Può sembrare un controsenso, ma diventa un concetto piuttosto intuitivo una volta che i beni dell'investitore sono stati suddivisi in base all'approccio 3L. La **figura 1** illustra come può cambiare la suddivisione dei beni di un investitore ipotetico nel corso del tempo.

Oltre il rapporto rischio/rendimento

Nel 1952, Harry Markowitz pubblicò su *The Journal of Finance* un articolo intitolato «Portfolio Selection», nel quale illustrava per la prima volta i concetti che furono poi sviluppati nell'ambito di quella che è nota come la moderna teoria di portafoglio. Oggi tutti gli investitori conoscono bene l'assunto alla base di questa teoria, ovvero che l'ottimizzazione del portafoglio dipende dalla scelta del livello medio di rendimento e varianza (cioè rischio). La principale novità apportata da questa teoria fu il concetto che la stima delle caratteristiche di rischio e rendimento degli investimenti in portafoglio, nonché delle correlazioni tra strumenti diversi, permette agli investitori di ottenere il massimo rendimento per un dato livello di rischio, o di ridurre al minimo il rischio per un dato obiettivo di rendimento (modello di ottimizzazione media-varianza).

Oltre a creare la prima struttura quantitativa per la ripartizione degli investimenti, la moderna teoria di portafoglio ha dimostrato

due concetti importanti per gli investitori. Il primo – che le decisioni d'investimento devono tenere conto di tutti gli altri beni detenuti in portafoglio – è un aspetto della selezione degli investimenti che forse risulta ancora oggi sottovalutato. Il secondo – che il livello di rischio complessivo può essere ridotto attraverso la diversificazione degli investimenti – è invece più comunemente accettato.

Ovviamente, l'efficacia della diversificazione era già nota da tempo. Nel quarto secolo, Rabbi Isaac bar Aha raccomandava di detenere «un terzo in terreni, un terzo in merci e un terzo disponibile» (Talmud babilonese). 1600 anni più tardi, Markowitz ampliò questa intuizione fondamentale aggiungendo una definizione più precisa e un supporto quantitativo.

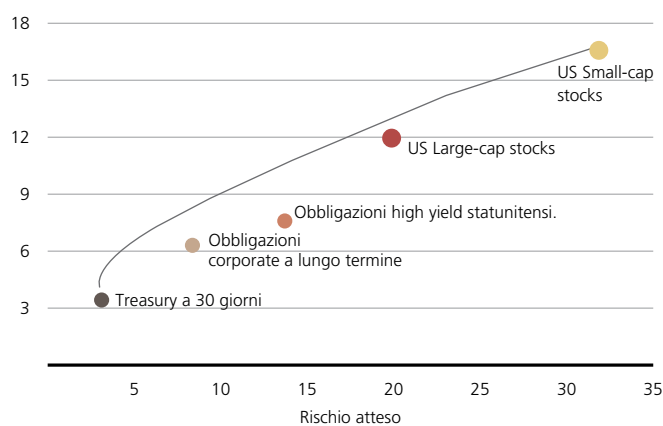
La moderna teoria di portafoglio ha anche il vantaggio di funzionare davvero nella pratica, perlomeno su orizzonti temporali lunghi e a posteriori. La **figura 2** illustra le caratteristiche di rischio e rendimento di cinque importanti asset class tra il 1926 e il 2016. La linea rappresenta la frontiera efficiente nello stesso periodo, ovvero l'insieme di portafogli efficienti che avrebbero generato il massimo rendimento per un dato livello di rischio. Poiché la frontiera efficiente si attesta al di sopra di tutte le singole asset class (a eccezione dei valori estremi), la diversificazione degli investimenti su più tipologie di strumenti avrebbe incrementato l'efficienza del portafoglio.

Nel nostro esempio abbiamo utilizzato le asset class statunitensi semplicemente perché le serie storiche dei dati relativi agli Stati Uniti sono molto più lunghe rispetto a quelle degli altri mercati finanziari; ma, in un orizzonte di tempo sufficientemente lungo, praticamente tutte le asset class mostrano un andamento simile a quello raffigurato.

Figura 2

Frontiera efficiente a lungo termine, 1925-2016

Rendimento atteso (asse verticale) e rischio atteso (asse orizzontale), in %



Fonte: Morningstar Direct, UBS, dati al 31 dicembre 2016

Figura 3

L'approccio Liquidity. Longevity. Legacy. combina gli investimenti liability-driven, il modello d'investimento dei fondi di dotazione, la finanza comportamentale e un approccio olistico al bilancio.

I fondamenti teorici dell'approccio 3L

	Liquidity	Longevity	Legacy
Obiettivo	Liquidità per le spese a breve termine	Crescita del valore dei beni e adeguate coperture del rischio per raggiungere gli obiettivi a lungo termine	Crescita del valore dei beni da trasmettere alle generazioni successive
Approccio d'investimento	Allineamento tra attività e passività	Investimenti liability-driven sull'intero capitale	Dotazione soggetta a tassazione
Dimensioni	Flussi finanziari dei tre anni successivi	In base agli obiettivi e all'età	Surplus di capitale
Valutazione del rischio	Probabilità di successo, indice di finanziamento, rischio del surplus		Rendimento a lungo termine corretto per il rischio
Base intellettuale	Merton, Samuelson, Kahneman, Thaler, Waring, Sharpe 2.0		Markowitz, Sharpe 1.0, Swensen

Fonte: UBS

Tuttavia, c'è una grossa differenza tra presentare in retrospettiva un'ipotetica frontiera efficiente e cercare invece di prevedere una frontiera efficiente futura.³ E c'è una differenza ancora maggiore tra costruire un portafoglio efficiente e selezionare il portafoglio giusto per una determinata famiglia nel momento giusto della vita dei suoi componenti. A quanto pare, le iniziative mirate solo a «ottimizzare i portafogli» non sono riuscite sempre a generare il massimo risultato possibile per gli investitori.

L'approccio 3L fa leva su quattro diversi fattori scaturiti dall'intuizione iniziale di Markowitz, allontanandosi dall'idea che la volatilità giornaliera sia un indicatore attendibile del rischio d'investimento: gli investimenti liability-driven, il modello d'investimento dei fondi di dotazione, la finanza comportamentale e un approccio olistico al bilancio. A nostro avviso, ciascuno di questi concetti apporta ulteriori benefici agli investitori rispetto all'approccio tradizionale di Markowitz (cfr. figura 3).

Gli investimenti liability-driven

Il presupposto principale degli investimenti liability-driven consiste nella volontà di allontanarsi da un approccio che mette gli strumenti finanziari al centro del processo d'investimento, suddividendo invece il capitale in funzione dell'esigenza di finanziare specifici *impegni finanziari* futuri (liabilities).⁴ Anziché utilizzare la volatilità giornaliera quale indicatore principale del rischio, un approccio liability-driven costruisce un portafoglio ottimizzato per fare fronte agli impegni finanziari futuri dell'investitore. Il rischio viene quindi ridefinito come la possibilità di non riuscire a fare fronte a tali impegni.

Questa strategia viene utilizzata principalmente dai fondi pensione e in molti casi ha fruttato loro ottimi risultati. Il successo del programma d'investimento di un fondo pensione viene misurato calcolando se la probabilità del fondo di soddisfare i propri impegni finanziari è aumentata ed è in linea con l'obiettivo stabilito.

A livello concettuale, questo risultato può essere raggiunto includendo nel portafoglio l'impegno finanziario futuro sotto forma di posizione corta vincolata. Ad esempio, le spese dopo il pensionamento possono essere inserite nel portafoglio come una posizione corta sui Treasury protetti contro l'inflazione (TIPS). La maggior parte delle famiglie ha vari obiettivi futuri che vorrebbe poter raggiungere utilizzando i proventi dei propri investimenti. L'istruzione universitaria, l'acquisto di una casa, le spese dopo il pensionamento, le vacanze e i legati testamentari sono tutti esempi di passività che prevedono somme e tempistiche piuttosto precise ed è possibile effettuare investimenti mirati espressamente a ridurre la volatilità associata alla realizzazione di questi obiettivi.

Da un punto di vista tecnico, ciò che davvero conta in queste situazioni è il surplus o il deficit della strategia – le attività meno le passività – e non il livello assoluto delle attività o la varianza del portafoglio. Pertanto, la funzione dell'obiettivo dovrebbe cambiare da una strategia che massimizza l'asset allocation rispetto alla volatilità del portafoglio a una strategia che massimizza il surplus rispetto alla volatilità del surplus stesso.

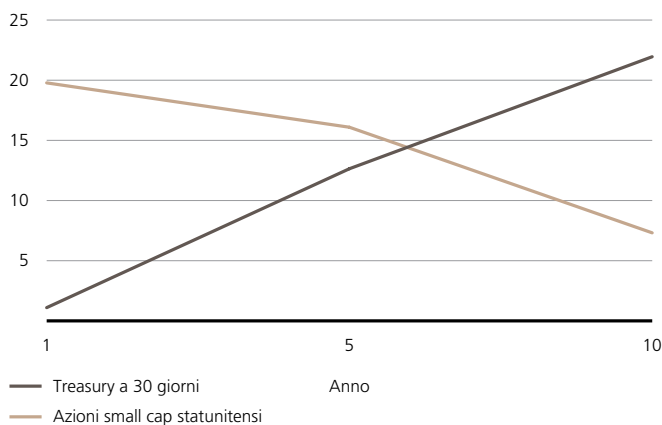
A prescindere dalla tolleranza al rischio personale, non ha molto senso investire un capitale destinato al pagamento dell'istruzione universitaria di un nipote in un portafoglio dal profilo moderato se l'assegno dovrà essere staccato dopo sei mesi, ma potrebbe essere del tutto logico se mancano ancora sette anni perché il nipote vada all'università. Come molti investitori hanno purtroppo scoperto nel 2008, lo stesso ragionamento vale per il capitale che dovrà essere utilizzato per fare fronte a spese vive nei due anni successivi e viene detenuto in un portafoglio di taglio aggressivo o in strumenti illiquidi.

La probabilità di perdita di uno strumento o portafoglio dipende dall'orizzonte temporale, il che significa che l'orizzonte temporale dovrebbe influire sulla scelta del portafoglio d'investimento appropriato (cfr. figura 4). Nelle economie avanzate, la probabilità di perdita associata alla liquidità in un orizzonte di breve periodo, ad esempio pari a un anno, è vicina a zero. Ma non si può dire lo stesso degli investimenti azionari. Negli ultimi 90 anni, gli investitori in azioni hanno subito perdite (in alcuni casi molto elevate) per un quinto del tempo nell'arco di periodi di un anno. Per gli investitori con un orizzonte di breve periodo, la liquidità tende a essere più sicura delle azioni.

Figura 4

La liquidità è sicura a breve termine, ma le azioni sono più sicure a lungo termine

Probabilità di una perdita al netto dell'inflazione pari o superiore al 5% su diversi orizzonti temporali



Fonte: Morningstar Direct, UBS, dati al 31 dicembre 2016

Ma con un orizzonte d'investimento pari a un decennio è vero il contrario. Analizzando ancora una volta i dati relativi ai listini degli Stati Uniti, disponibili per quasi un secolo in numerosi contesti di mercato diversi, emerge che in un orizzonte di almeno 10 anni gli investitori in azioni hanno subito perdite, al netto dell'inflazione, solo circa il 10% del tempo. Invece, nell'orizzonte di 10 anni il valore della liquidità detenuta è diminuito di ben il 22%. Nell'arco di periodi ventennali, gli investitori in azioni statunitensi hanno sempre registrato rendimenti positivi al netto dell'inflazione. In un orizzonte ventennale, le peggiori performance delle azioni americane sono quasi uguali alle migliori performance della liquidità. Anche l'orizzonte temporale riveste quindi una grande importanza, e l'ottimizzazione dei portafogli su base liability-driven comporta intuitivamente l'assunzione di decisioni dinamiche che tengono conto di tutti questi fattori.

Ovviamente, gli individui e le famiglie non sono fondi pensione. Molti investitori privati dispongono di beni ampiamente superiori alle loro esigenze di spesa future e non hanno bisogno di applicare un approccio liability-driven alla totalità dei loro patrimoni. La suddivisione dei beni tra vari comparti può rappresentare una valida soluzione. Nel contesto dell'approccio 3L, la combinazione delle strategie Liquidity e Longevity crea una strategia liability-driven, mentre i beni in eccesso vengono detenuti separatamente nella strategia Legacy.

Il modello d'investimento dei fondi di dotazione

Il modello d'investimento dei fondi di dotazione è un processo d'investimento reso popolare, tra gli altri, dal fondo di dotazione dell'Università di Yale, che fa leva su un orientamento value, l'illiquidità e un approccio opportunistico per generare rendimenti d'investimento superiori a lungo termine. La strategia Legacy applica questo modello – opportunamente modificato per gli investitori soggetti a tassazione – con l'obiettivo di conseguire una performance superiore nel lungo periodo al netto delle imposte. La gestione del portafoglio della strategia Legacy viene illustrata in maggiore dettaglio a **pag. 18**.

Finanza comportamentale

Le teorie economiche e finanziarie si fondano sul presupposto che gli individui e gli investitori si comportino in modo razionale, come ipotizzato dai modelli elaborati da matematici ed economisti; ma la realtà è un'altra. Le informazioni e le attese sulla performance futura del mercato generano infatti forti reazioni emotive (cfr. figura 5). L'entusiasmo iniziale e la successiva paura di subire perdite possono inibire la capacità di effettuare investimenti efficaci a breve termine, spesso a spese degli obiettivi di lungo periodo.

Ad esempio, il timore che il mercato vada incontro a un ribasso può generare avversione al rischio, inducendo gli investitori a ridurre l'esposizione al rischio in una fase in cui conviene rimanere investiti. D'altro canto, l'ansia legata a una potenziale perdita al momento della chiusura di una posizione, nonché il rimorso derivante dalla consapevolezza di aver preso una decisione sbagliata, possono paralizzare gli investitori, che quindi mantengono una posizione in perdita anziché liquidarla per reinvestire in un'alternativa migliore. Arriva poi il momento del panico, quando gli investitori si rendono conto che devono agire ma, anziché effettuare acquisti a prezzi scontati, decidono di vendere.

Analogamente, in caso di prolungata performance positiva, alcuni investitori si esaltano per un guadagno modesto e chiudono prematuramente una posizione – il cosiddetto «effetto disposizione». Altri invece si lasciano prendere dall'avidità e da un eccessivo ottimismo e decidono quindi di non vendere investimenti che hanno sovraperformato, facendo invece così aumentare l'esposizione al rischio del portafoglio. Ricordiamo ad esempio gli investitori che aumentarono l'esposizione alla tecnologia nel dicembre 1999 o ai servizi finanziari nell'ottobre 2007 e quelli che liquidarono le posizioni azionarie nel marzo 2009. In questi casi, le emozioni hanno avuto la meglio sulla logica e sui dati di fatto, generando una sottoperformance.

Dato che le nostre preferenze di rischio possono cambiare nel tempo, l'approccio 3L aiuta a evitare di commettere costosi errori mentali, soprattutto nelle fasi di mercato più difficili, poiché gli investitori sanno che i beni destinati a soddisfare le esigenze di spesa a breve termine sono protetti dal rischio di mercato. La strategia Liquidity è costruita in modo tale da fare fronte alle spese dei 2-5

Figura 5

Le decisioni di investimento basate su fattori emotivi generano risultati controproducenti

Esempio illustrativo del ciclo della fiducia degli investitori



Fonte: Fisher, G. S., «Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World», in «Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing» (a cura di H. K. Baker e V. Ricciardi), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA, 2014.

anni successivi e include strumenti finanziari più stabili nelle fasi di ribasso forte e prolungato dei mercati. Ciò permette agli investitori di rimanere concentrati, certi del fatto che i capitali investiti nelle strategie Longevity e Legacy per generare una crescita di lungo periodo non verranno utilizzati ancora per molti anni. Questa consapevolezza diventa particolarmente importante nelle fasi di contrazione dei listini, quando viene presa la maggior parte delle decisioni d'investimento sbagliate, e inoltre porta con sé benefici tangibili poiché accresce la probabilità che l'investitore rimanga fedele al suo approccio disciplinato durante le fasi di tensioni di mercato, macroeconomiche e geopolitiche.

L'approccio 3L mira anche a trasformare in vantaggi gli ostacoli rappresentati dalle interferenze comportamentali. Ad esempio, la cosiddetta contabilità mentale consiste nella tendenza a suddividere i propri beni e i propri obiettivi di spesa in comparti distinti e a trattarli in modo diverso, senza assumere una visione d'insieme. Così facendo si finisce spesso per prendere decisioni d'investimento sub-ottimali, ad esempio rateizzando le spese effettuate con carta di credito con un interesse del 15% quando sarebbe possibile realizzare un investimento che rende il 2% per pagare l'intero saldo. L'approccio 3L sfrutta l'inclinazione alla contabilità mentale suddividendo i beni in funzione di obiettivi di spesa specifici. Ne risulta una strategia d'investimento intuitiva, che crea un collegamento chiaro tra i beni dell'investitore e gli obiettivi stabiliti per tali beni.

L'approccio olistico al bilancio

I bilanci tradizionali includono le attività e le passività materiali di una famiglia. Le attività possono essere immobili, patrimoni previdenziali, quote di partecipazione, conti titoli e pensioni. Le passività si limitano perlopiù agli impegni finanziari in essere, come i mutui e altri tipi di finanziamento.

Oltre alle attività materiali, gli individui e le famiglie hanno attività e passività immateriali che possono essere incluse in un bilancio olistico per tracciare un quadro più completo della situazione finanziaria complessiva (cfr. figura 6).

Il capitale umano rappresenta un'attività immateriale di straordinaria importanza. Oggettivamente, un chirurgo trentenne che comincia a esercitare la professione guadagna più di un trentenne senza istruzione superiore e senza lavoro fisso. È difficile quantificare con precisione il capitale umano, ma la comprensione e la contabilizzazione delle caratteristiche generali di rischio e dell'impatto finanziario del capitale umano permettono di assumere decisioni d'investimento migliori, come l'accensione di una polizza contro l'invalidità a copertura del capitale umano nel corso della carriera professionale.⁵

Le passività possono includere anche obiettivi di spesa futuri, come l'acquisto di una seconda casa, l'istruzione universitaria di un figlio o nipote e le spese durante il pensionamento. Queste spese fanno parte delle passività future della famiglia, come le rate del mutuo o altri finanziamenti. L'approccio 3L consente anche alle famiglie di vedere chiaramente in che modo utilizzano le passività, come i mutui e i prestiti garantiti da titoli, per raggiungere i propri obiettivi. Ad esempio, un prestito garantito da titoli può essere usato all'interno della strategia Liquidity per coprire una spesa imprevista, che altrimenti richiederebbe la vendita di strumenti d'investimento o la realizzazione di crediti d'imposta differibili; oppure, un mutuo incluso nella strategia Longevity può essere impiegato per acquistare l'abitazione principale di una famiglia; ancora, un mutuo può essere utilizzato per acquistare in modo più efficiente un bene della strategia Legacy, come una seconda casa destinata a essere trasmessa in eredità.

Una volta redatto l'intero bilancio, il confronto tra attività e passività fornisce informazioni importanti. Se le attività superano le passività, la famiglia ha un surplus, o margine di sicurezza, in eccesso rispetto alle passività. Se le passività superano le attività, il deficit deve essere colmato incrementando le attività, riducendo le spese pianificate o modificando la strategia d'investimento.

Figura 6

I bilanci includono attività e passività materiali e immateriali

Esempio illustrativo di un bilancio olistico prima e dopo il pensionamento

Prima del pensionamento		Dopo il pensionamento	
Attività totali	Passività totali	Attività totali	Passività totali
Liquidity 5%	Liquidity	Liquidity 10%	Liquidity
Fondo di emergenza (liquidità)	Linee di credito disponibili	Fondo di emergenza (liquidità)	Richiami di capitale sugli investimenti di private equity
		Obbligazioni (a 3 anni)	Spese dopo il pensionamento (a 3 anni)
		Reddito da pensione	Spese mediche (a 3 anni)
		Rendita vitalizia	Linee di credito disponibili
Longevity 85%	Longevity	Longevity 70%	Longevity
Portafoglio d'investimento Longevity	Mutuo	Portafoglio Longevity	Esigenze di spesa dopo il pensionamento
Pianificazione dell'istruzione universitaria	Prestiti	Pianificazione dell'assistenza a lungo termine	Esigenze mediche dopo il pensionamento
Pianificazione contro l'invalidità	Esigenze di spesa dopo il pensionamento	Pensione pubblica	Pianificazione per l'assistenza a lungo termine
Pensione pubblica	Esigenze mediche dopo il pensionamento	Pensione privata	
Pensione privata	Future esigenze di assistenza a lungo termine	Rendite	
Rendite	Spese per l'istruzione universitaria dei figli	Prima casa	
Prima casa			
Capitale umano			
Legacy 10%	Legacy	Legacy 20%	Legacy
Assicurazione sulla vita		Assicurazione sulla vita	Prestito per l'acquisto casa dei figli
Portafoglio d'investimento Legacy		Portafoglio Legacy	Mutuo sulla seconda casa
		Seconda casa	Impegni irrevocabili di legati testamentari
		Posizione concentrata	Donazioni di beneficenza pianificate
		Donor Advised Fund	Imposta di successione

Fonte: UBS

I vantaggi dell'approccio 3L

1 La strategia 3L può aiutare a ottenere una migliore performance a lungo termine

Un vantaggio fondamentale dell'approccio 3L è che aiuta gli investitori a selezionare la strategia di asset allocation giusta nel momento giusto. Selezionare la giusta asset allocation può sembrare banale, ma non lo è affatto. Ad esempio, molti investitori non tengono conto di attività come il capitale umano o i redditi da pensione tra i loro investimenti a reddito fisso e quindi detengono portafogli sub-ottimali che includono una quota maggiore del necessario di strumenti a reddito fisso.

Un fattore simile ha un impatto notevole: secondo le nostre stime, incrementando la quota azionaria di un portafoglio di appena 10 punti percentuali rispetto alla quota obbligazionaria si può generare un rendimento medio aggiuntivo dello 0,5% l'anno. Ovviamente, è importante gestire adeguatamente i relativi rischi: un rendimento aggiuntivo dello 0,5% l'anno non è sufficiente se espone la famiglia al rischio di sequenza subito dopo il pensionamento. Per rischio di sequenza si intende il rischio che una performance nettamente negativa subito dopo il pensionamento metta in pericolo l'intero piano di pensionamento e comporti la possibilità che la famiglia non disponga di denaro sufficiente. Ecco uno dei motivi per cui la strategia 3L funziona così bene: si adatta naturalmente nel corso del ciclo di vita della famiglia incrementando o riducendo il livello di rischio in base alle circostanze.

Abbiamo utilizzato l'analisi Montecarlo per confrontare due strategie d'investimento comuni con la strategia 3L per una coppia di 45 anni: (1) una strategia basata su un portafoglio bilanciato statico e (2) una strategia «100 meno l'età». L'analisi Montecarlo simula i rendimenti degli investimenti, i versamenti e i prelievi che possono caratterizzare il portafoglio di un investitore nel corso degli anni e dei decenni. Le simulazioni di Montecarlo rappresentano una componente essenziale della pianificazione degli investimenti poiché ci consentono di tenere conto della variabilità dei rendimenti d'investimento, fornendo una valutazione più precisa delle probabilità di successo dell'investimento in numerosi contesti di mercato diversi.

Dalla nostra analisi emerge che l'approccio 3L determina un aumento della sovraperformance corretta per il rischio di circa l'1% l'anno rispetto a un portafoglio bilanciato statico. La differenza della performance media rispetto a una strategia «100 meno l'età» è ancora più marcata – oltre il

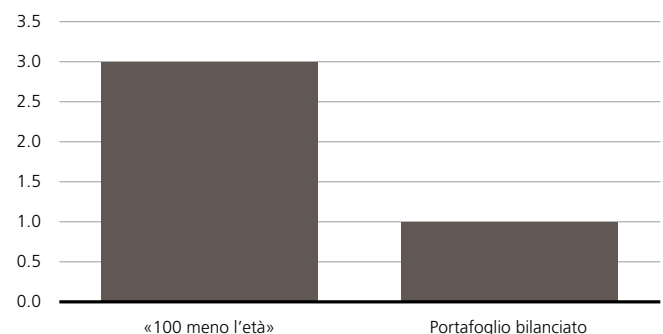
3% l'anno – principalmente poiché i portafogli di questa strategia tendono ad avere un profilo troppo conservativo quando la coppia raggiunge i 50-60 anni (cfr. figura 7).

Il motivo principale per cui l'approccio 3L tende a sovraperformare è che le altre strategie non tengono conto in modo efficace delle decisioni finanziarie collegate agli obiettivi specifici della famiglia (ad esempio, le esigenze di spesa a lungo termine). Non viene praticamente fatta alcuna distinzione tra le attività da utilizzare subito (ovvero a breve termine) e quelle da utilizzare dopo 10, 20 o 30 anni (e tanto meno quelle che probabilmente non verranno mai utilizzate nella vita dei componenti della famiglia). Gli scopi dei vari strumenti finanziari diventano indistinti e astratti. Di conseguenza, le decisioni d'investimento e ripartizione del patrimonio non sono più allineate agli obiettivi e alla capacità di rischio della famiglia, producendo portafogli sub-ottimali nel corso del tempo.

Figura 7

L'approccio 3L produce risultati superiori a quelli di altre strategie

Simulazione dell'alfa equivalente per la strategia 3L



Nota: i risultati simulati in questo scenario sono descritti nell'articolo. L'alfa equivalente è un parametro del valore attuale netto che stima la sovraperformance annuale necessaria per ottenere risultati equivalenti a quelli della strategia 3L in base al valore attuale netto. «100 meno l'età» è una regola popolare secondo la quale gli investitori dovrebbero adeguare ogni anno la quota del proprio capitale impiegata in azioni affinché sia sempre pari a 100 meno la loro età. Ad esempio, un 65enne dovrebbe investire in azioni il 35% del suo portafoglio (100-65). I dati relativi al «portafoglio bilanciato» si basano sull'ipotesi di una ripartizione 60% azioni / 40% obbligazioni che rimane costante in tutte le fasi della vita dell'investitore.

Fonte: UBS, dati al 1° agosto 2017

2 La suddivisione dei beni per comparti aiuta a superare i ribassi dei mercati

La maggior parte degli operatori detesta i mercati ribassisti, ma quando si verificano durante la vita lavorativa di un investitore possono offrirgli un'importante opportunità per investire a prezzi più bassi. I ribassi pesanti e prolungati sono difficili dal punto di vista emotivo, ma possono rivelarsi altamente lucrativi in un'ottica di lungo termine.

I pensionati, e i gestori dei loro portafogli, devono affrontare una sfida più complessa. Per definizione, infatti, non dispongono di un reddito da lavoro con cui integrare il loro portafoglio durante una flessione forte e prolungata; al contrario, si affidano al proprio portafoglio quale fonte di reddito. L'impatto di un pesante calo di borsa subito dopo il pensionamento, abbinato ai prelievi dal portafoglio, può esporre l'investitore al rischio di sequenza.

Ad esempio, negli ultimi 90 anni i mercati azionari statunitensi hanno subito cinque ribassi di lunga durata, cominciati rispettivamente negli anni 1928, 1939, 1972, 1999 e 2007. La grande depressione, iniziata nel 1928, fu l'episodio di gran lunga più grave. Un portafoglio di tipo growth, composto per il 30% da Treasury statunitensi e per il 70% da azioni statunitensi, avrebbe bruciato metà del suo valore, recuperando il terreno perso solo dopo sette anni. Le flessioni cominciate negli anni 1939, 1972, 1999 e 2007 furono di entità più ridotta, ma causarono comunque perdite di portafoglio del 20-30%, che vennero recuperate solo dopo 3-4 anni (cfr. figura 8).

Il crollo del settore tecnologico iniziato nel 2000 rappresenta il caso più recente di rischio di sequenza per i portafogli d'investimento. Per i neopensionati che avevano smesso di lavorare nel 1999, i portafogli con una ripartizione di 60/40 tra azioni e obbligazioni e un primo prelievo del 5% al netto dell'inflazione persero la metà del loro valore iniziale e, in assenza di una riduzione delle spese, oggi i loro prelievi ammontano al 13% l'anno (cfr. figura 9).

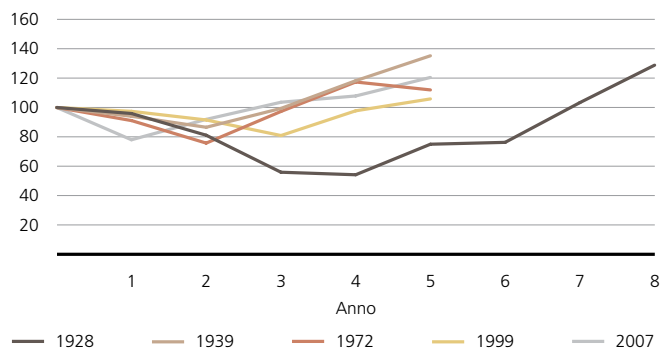
L'approccio 3L aiuta a prevenire il rischio di sequenza, in quanto permette all'investitore di attingere alla strategia Liquidity per affrontare le spese nelle fasi di perdita. In questo modo, gli strumenti rischiosi inclusi nella strategia Longevity hanno il tempo di riprendersi senza che l'investitore sia costretto a liquidarli per fare fronte alle spese.

Secondo la nostra analisi, negli ultimi 80 anni la strategia 3L avrebbe apportato un alfa medio aggiuntivo dello 0,25% l'anno in ciascun ciclo di mercato ribassista.

Figura 8

Nella maggior parte dei casi, le perdite subite durante un ribasso azionario vengono recuperate in meno di quattro anni

Periodi di perdita e recupero (in anni) per le correzioni del mercato azionario statunitense durate diversi anni

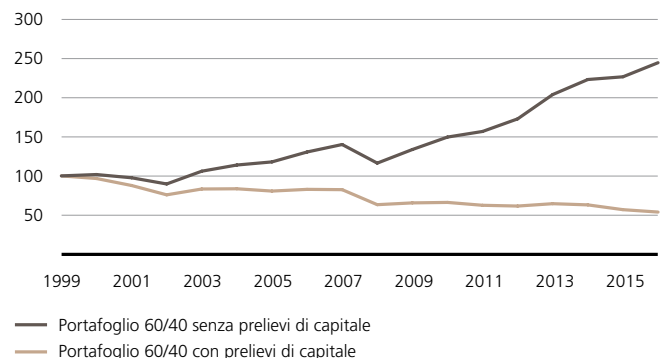


Source: Morningstar, UBS as of 31 December 2016.

Figura 9

I portafogli dei lavoratori che sono andati in pensione nel 1999 hanno registrato un rischio di sequenza negativo

Portafogli ipotetici, 1999-2016



Fonte: Morningstar, UBS, dati al 31 dicembre 2016

3 L'efficienza fiscale è un elemento essenziale

Uno dei fattori più importanti dal punto di vista della gestione di portafoglio è la consapevolezza dell'impatto della fiscalità. Un rendimento elevato prima delle imposte può risultare molto più modesto una volta pagate le tasse e praticamente tutti gli investitori devono tenere conto degli aspetti specifici dell'imposizione fiscale cui sono assoggettati per massimizzare i rendimenti al netto delle imposte.

La suddivisione dei beni tra le strategie Liquidity, Longevity e Legacy offre l'opportunità di gestire il portafoglio in base al contesto fiscale, tenendo conto dell'utilizzo finale previsto per i rispettivi beni. In particolare, i beni delle strategie Longevity e Legacy possono essere investiti in modo diverso a seconda del trattamento fiscale al quale sono soggetti.

Ad esempio, ai sensi delle leggi attualmente in vigore negli Stati Uniti quando i beneficiari ereditano un bene contenuto nel portafoglio Legacy la loro base imponibile aumenta. Ciò significa che il bene trasmesso ai beneficiari presenta un valore fiscale superiore al prezzo di acquisto. Di fatto, l'obbligo fiscale intrinseco viene meno al momento del trasferimento del bene. Alla luce di questo «alfa fiscale» ricevuto all'atto della trasmissione del bene, per gli investitori statunitensi diventa molto importante accumulare plusvalenze sui beni inclusi nella strategia Legacy e non avvalersi di gestori troppo attivi che tendono a realizzare i guadagni ottenuti, anziché differirli.

Altri Paesi e località richiederanno l'applicazione di tecniche diverse, ma tutti gli investitori devono basare la costruzione e la gestione dei propri portafogli sui rendimenti al netto delle imposte. Bisogna altresì tenere conto del trattamento fiscale delle pensioni, dei redditi rispetto alle plusvalenze, dei proventi assicurativi e dei conti di varia tipologia e struttura. L'approccio 3L aiuta a risolvere le complessità, permettendo agli investitori di concentrarsi sull'ottimizzazione del trattamento fiscale in base agli obiettivi che hanno definito per i loro beni.

4 L'applicazione della finanza comportamentale può migliorare la performance

Uno degli investitori più noti del secolo scorso, Benjamin Graham, osservava che «Il problema principale di un investitore – e perfino il suo peggior nemico – è probabilmente lui stesso». Gli investitori operano sui mercati con una frequenza eccessiva, vanno a caccia di rendimenti, si lasciano prendere dal panico e, in generale, tendono ad acquistare quando i prezzi sono alti e a vendere quando sono bassi, finendo così per realizzare una sottoperformance.

Ad esempio, dalla ricerca «Trading is Hazardous to your Wealth»⁶ di Brad Barber e Terrance Odean emerge che in media le famiglie sostituiscono ogni anno il 75% del loro portafoglio azionario e accusano una sottoperformance dell'1,5% l'anno. La nostra analisi delle decisioni di acquisto e di vendita degli investitori in fondi comuni tra aprile 2007 e marzo 2016 indica una sottoperformance dello 0,9% l'anno per gli investitori in fondi di azioni «core» rispetto al fondo stesso. Per la precisione, la sottoperformance dello 0,9% è interamente ascrivibile a errori nella tempistica di acquisto e vendita di un fondo specifico e non alla performance del fondo stesso. Alcuni analisti stimano un divario comportamentale molto più ampio, ma il nostro approccio utilizza una metodologia conservativa che tiene conto della tempistica e dell'entità dei flussi.

Un modo per ridurre al minimo i rischi relativi ai comportamenti controproducenti dettati dall'emotività consiste nell'adottare un approccio d'investimento disciplinato, basato ad esempio sul ribilanciamento. Può sembrare un controsenso vendere gli strumenti che ottengono le migliori performance e acquistare quelli che registrano i risultati peggiori, ma la nostra analisi dimostra che un approccio 3L disciplinato e basato sul ribilanciamento del portafoglio può apportare un alfa aggiuntivo dello 0,8% l'anno.

L'approccio 3L non è in grado di contrastare i comportamenti degli investitori dettati dall'emotività, ma offre indicazioni concrete da applicare al processo decisionale nelle fasi di turbolenza e tensioni di mercato. Creando un collegamento tra le decisioni finanziarie più importanti e gli obiettivi specifici della famiglia, anziché puntare sul market timing, l'approccio 3L indica la strada da seguire nei periodi più difficili.

La gestione delle strategie 3L

Andiamo ora ad analizzare in modo più approfondito le modalità di asset allocation e gestione delle strategie Liquidity. Longevity. Legacy. La differenza tra una gestione corretta o errata delle tre strategie può influire in modo sostanziale sul conseguimento degli obiettivi e sul valore netto finale.

Lei, la sua famiglia e la vita degli altri

Quasi tutte le sue decisioni d'investimento e di pianificazione successoria dovrebbero essere prese in funzione dei suoi obiettivi. Per tenere conto dell'evoluzione e dell'aggiornamento dei suoi obiettivi, deve fermarsi a riflettere sullo stile di vita che desidera assicurarsi e sul modo in cui vuole migliorare la vita degli altri. Alcuni obiettivi sono facili da riconoscere, come ad esempio ristrutturare o vendere una casa, pagare un'istruzione universitaria o sostenere un ente benefico. Altri invece possono essere meno immediati, come accertarsi che eventuali problemi di salute non ricadano sulle finanze dei suoi figli.

Identificare gli obiettivi, per quanto già evidenti, è come segnare una serie di punti su una mappa: è un passo necessario per tracciare la strada da seguire. L'approccio 3L utilizza i punti da lei indicati per suddividere in modo efficace i suoi beni e le sue risorse – nel corso del tempo – nell'intento di ridurre il peso della fortuna sul successo dei suoi investimenti e aiutarla a prendere decisioni migliori.

1 La strategia Liquidity

La strategia Liquidity include beni e risorse destinati a fare fronte agli impegni finanziari dei 2-5 anni successivi.

Obiettivo	Fornire beni e risorse per gli impegni finanziari dei 2-5 anni successivi
Dimensioni	Valore attuale netto dell'obiettivo di spesa
Tasso di sconto	Pari al tasso locale sulla liquidità o sui titoli di Stato a breve termine
Beni e risorse	Liquidità, strumenti monetari, obbligazioni di alta qualità, reddito da stipendio/retribuzione, reddito da pensione e rendite

La strategia Liquidity include i beni che la famiglia intende utilizzare per fare fronte agli obiettivi di spesa a breve termine e sostituisce un reddito esterno. L'investitore non deve necessariamente detenere strumenti d'investimento nella strategia Liquidity – a eccezione di un eventuale fondo di emergenza – se percepisce un reddito da lavoro sufficiente a fare fronte alle sue spese quotidiane. In generale, la strategia Liquidity non viene utilizzata in modo significativo prima del pensionamento. Dopo il pensionamento, invece, la quota di investimenti inclusa nella strategia Liquidity deve essere dimensionata in modo da coprire la differenza tra il reddito prodotto da pensioni, rendite e altre fonti e le voci di spesa.

La corretta dimensione della strategia Liquidity dipende dal rischio assunto nella strategia Longevity. Come illustrato nella sezione *La suddivisione dei beni per comparti aiuta a superare i ribassi dei mercati*, la strategia Liquidity deve essere di dimensioni sufficienti a ridurre l'impatto del rischio di sequenza durante un eventuale mercato ribassista. In generale, gli investitori che nella strategia Longevity detengono un portafoglio dal profilo reddito o rendimento dovrebbero puntare a detenere nella strategia Liquidity i beni necessari a sostenere le spese di due anni; gli investitori che nella strategia Longevity detengono un portafoglio dal profilo bilanciato dovrebbero puntare a detenere nella strategia Liquidity i beni necessari a sostenere le spese di tre anni; e gli investitori che nella strategia Longevity detengono un portafoglio dal profilo crescita dovrebbero puntare a detenere nella strategia Liquidity i beni necessari a sostenere le spese di quattro anni.

In un contesto di bassi tassi d'interesse, gli investitori dovranno finanziare la strategia Liquidity con beni sufficienti a coprire praticamente l'intero importo delle esigenze di spesa. Ma anche se la strategia Liquidity avesse un basso tasso di rendimento, svolgerebbe comunque un compito molto importante come fonte di reddito stabile e metterebbe l'investitore in condizione di assumere un livello di rischio più alto negli altri portafogli. La strategia mirata a generare la crescita dei beni è quella di Longevity. Dato che la confusione tra questi obiettivi produce portafogli sub-ottimali, raccomandiamo di non inserire nel portafoglio Liquidity investimenti con livelli di rischio e rendimento elevati.

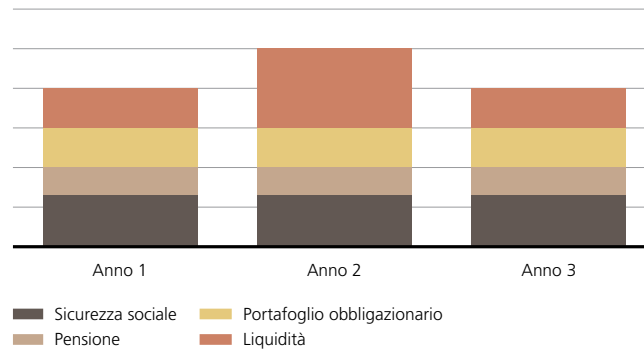
Il nostro modo preferito di costruire la strategia Liquidity consiste nel detenere liquidità pari alle spese di un anno, unitamente a una scala di obbligazioni a tre anni strutturata in modo da generare i flussi necessari a coprire le spese in concomitanza con la progressiva scadenza dei singoli titoli (cfr. figura 10).

Se disponibili, i fondi comuni obbligazionari a scadenza definita e gli exchange traded fund (ETF) rappresentano una valida alternativa per gli investitori che non vogliono gestire un portafoglio di singole obbligazioni.⁷ Questi fondi sono espressamente concepiti con una data di scadenza precisa, che consente all'investitore di costruire una scala di obbligazioni diversificata mediante l'acquisto di un numero ridotto di fondi. Ad esempio, un investitore può acquistare fondi con scadenza definita nel 2018, 2019 e 2020 per coprire le esigenze di spesa del periodo 2018-2020.

Figura 10

I beni della strategia Liquidity dovrebbero coprire le spese previste

Spese ipotetiche, per fonte di reddito, in un periodo di 3 anni



Fonte: UBS

I fondi obbligazionari a scadenza definita offrono il vantaggio della semplicità, ma comportano anche alcuni importanti inconvenienti. Ad esempio, gli investitori in fondi obbligazionari non possono usufruire della flessibilità relativa alle caratteristiche del portafoglio e alla tempistica dei flussi finanziari che viene invece assicurata da una scala di obbligazioni costruita su misura. D'altro canto, può essere difficile ottenere una diversificazione sufficiente acquistando un numero limitato di singole obbligazioni, mentre i fondi obbligazionari rappresentano uno strumento efficace per conseguire la diversificazione desiderata. È necessario tenere conto di tutti questi fattori al momento di definire le modalità d'implementazione della strategia.

Le scale di obbligazioni non sono l'unico strumento disponibile per creare una strategia Liquidity: i criteri più importanti da soddisfare sono l'elevata liquidità e la stabilità degli strumenti inclusi. Si potrebbe cadere nella tentazione di effettuare investimenti più rischiosi con un potenziale di rendimento più elevato, ma la gestione della strategia Liquidity deve sempre perseguire un obiettivo ben preciso: fornire redditi e beni sicuri per fare fronte alle esigenze di spesa.

2 La strategia Longevity

La strategia Longevity include i beni e le risorse necessari a realizzare gli obiettivi a lungo termine della famiglia.

Obiettivo	Fornire beni e risorse per gli impegni finanziari a lungo termine (oltre l'orizzonte coperto dalla strategia Liquidity)
Dimensioni	Valore attuale netto delle spese stimate a lungo termine o tramite una simulazione che calcola il valore necessario per avere un'alta probabilità di successo
Tasso di sconto	Pari ai tassi d'interesse a lungo termine
Approccio	Portafoglio multi-asset. Le attività includono le pensioni, l'assicurazione contro l'invalidità e l'assicurazione per l'assistenza a lungo termine

Il portafoglio della strategia Longevity contiene i beni che la famiglia intende utilizzare per fare fronte alle spese a lungo termine. Le dimensioni di questo portafoglio dipendono dall'entità delle spese stesse; pertanto, una famiglia che spende 50.000 dollari l'anno avrà una strategia Longevity più ridotta rispetto a una famiglia che spende 500.000 dollari l'anno e un 80enne avrà una strategia Longevity più ridotta rispetto un 60enne appena andato in pensione.

Dato che la strategia Longevity ha l'obiettivo di generare una crescita a lungo termine, in genere presenta un profilo moderatamente aggressivo. Tuttavia, alcuni investitori preferiranno detenere un'esposizione al rischio maggiore o minore nella strategia Longevity. Ci sono sia vantaggi che svantaggi. Con una strategia Longevity più conservativa, la famiglia dovrà destinare un volume maggiore di attività al finanziamento delle spese future, mentre un portafoglio più aggressivo accresce le probabilità di subire perdite consistenti. Secondo la nostra analisi, un portafoglio bilanciato è in grado di fare fronte a tutti questi rischi, se abbinato a una strategia Liquidity correttamente dimensionata.

Prima del pensionamento, la quasi totalità dei beni dell'investitore potrebbe essere investita nella strategia Longevity. Con l'avvicinarsi del pensionamento e subito dopo, la combinazione della strategia Liquidity e Longevity genera di solito un portafoglio complessivo ben diversificato, adatto a mitigare il rischio di sequenza. Poiché è estremamente importante evitare il rischio di sequenza, anche le strategie e i prodotti d'investimento concepiti per contenere le perdite sono buoni candidati per la strategia Longevity.

Dal punto di vista dell'asset allocation, in genere la liquidità e le obbligazioni a breve scadenza non aiutano a raggiungere l'obiettivo della strategia Longevity poiché sono strumenti rischiosi per gli investitori con un orizzonte di lungo termine, così come le obbligazioni a lunga scadenza sono rischiose per gli investitori con un orizzonte di breve termine. Anche se le obbligazioni a lunga scadenza presentano un'elevata volatilità dei prezzi a breve termine, gli investitori hanno un buon grado di sicurezza circa il potere d'acquisto offerto in un dato momento futuro da un'obbligazione a lunga scadenza indicizzata all'inflazione, ma non si può dire lo stesso di una posizione a lungo termine in liquidità.

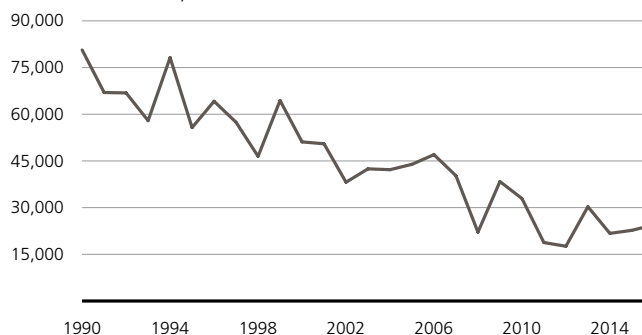
Ad esempio, nel 2006 un investimento di 1 milione di dollari sul mercato dei Treasury avrebbe prodotto un reddito annuale di circa 47.000 dollari; oggi lo stesso investimento di 1 milione di dollari produce solo un reddito annuale di circa 23.000 dollari, a causa del livello più basso dei tassi d'interesse (**cf. figura 11**). Nel 2006 sarebbe stato molto rischioso detenere liquidità nell'attesa di acquistare obbligazioni, per un investitore che avesse avuto bisogno di percepire un reddito di 50.000 dollari nel 2017.

È altrettanto importante sottolineare che la strategia Longevity è concepita per includere beni non negoziabili, come capitale umano, pensioni pubbliche e private, pianificazione dell'assistenza a lungo termine, pianificazione contro l'invalidità, immobili residenziali e qualsiasi altro bene che possa contribuire al futuro benessere della famiglia nel corso della vita dei suoi componenti.

Figura 11

Il potenziale di rendimento di un capitale di 1 milione di dollari è drasticamente diminuito

Rendimento annuale di un investimento di 1 milione di dollari in Treasury statunitensi a 10 anni, in USD



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 31 dicembre 2016

3 La strategia Legacy

La strategia Legacy rappresenta il surplus della famiglia.

Obiettivo	Legati testamentari, donazioni in beneficenza e altre attività successorie o di trasmissione patrimoniale
Dimensioni	Surplus rispetto al patrimonio di cui la famiglia ha bisogno per raggiungere i suoi obiettivi a lungo termine
Tasso di sconto	n.d.
Approccio	Approccio value con ricerca di premio di illiquidità

La strategia Legacy rappresenta il surplus della famiglia. Quando le strategie Liquidity e Longevity sono interamente finanziate, i beni eccedenti vengono inclusi nella strategia Legacy. Questa suddivisione è dovuta a fattori importanti, di natura sia comportamentale che finanziaria.

È importante sottolineare che la struttura separata delle strategie Liquidity, Longevity e Legacy evidenzia chiaramente quale utilizzo è previsto per i beni inclusi in ciascuna di esse. La famiglia può infatti analizzare il proprio bilancio sapendo, con un elevato grado di sicurezza, che i beni inclusi nelle strategie Liquidity e Longevity dovranno essere utilizzati per finanziare le spese sostenute nel corso della vita dei suoi componenti. Si tratta di un elemento importante, poiché modifica la percezione degli investitori circa il rischio al quale è esposta la strategia Legacy. Anziché utilizzare la volatilità giornaliera, di scarso rilievo per un portafoglio destinato a crescere durante diversi anni o decenni, l'investitore può attuare strategie di lungo periodo, che generano una sovraperformance a lungo termine al netto delle imposte.

Uno dei fattori più importanti per una strategia Legacy è un efficace sistema di trasmissione intergenerazionale. Per stabilire l'allocazione ottimale della strategia Legacy è possibile seguire l'esempio dei maggiori fondi di dotazione universitari, adeguando però queste strategie al contesto fiscale applicabile.⁸ In media, i fondi di dotazione delle università detengono un portafoglio aggressivo con un'elevata quota di strumenti illiquidi (quali hedge fund, fondi di private equity e investimenti privati in immobili). Molti fondi di dotazione universitari, inoltre, attuano una gestione piuttosto attiva dei loro portafogli di azioni quotate.

Ovviamente, gli investitori soggetti a tassazione devono modificare la strategia tradizionale dei fondi di dotazione per ottimizzare i rendimenti al netto delle imposte. I sistemi fiscali variano a seconda dei Paesi e delle giurisdizioni, ma in sostanza un rendimento elevato prima delle imposte può risultare molto più modesto una volta pagate le tasse **(cfr. figura 12 per un esempio relativo agli Stati Uniti).**

Oltre a selezionare l'asset allocation appropriata per gli obiettivi della famiglia, la strategia Legacy può anche includere varie strutture (come, negli Stati Uniti, Donor Advised Fund, trust, fondazioni private, aziende non quotate ecc.) con obiettivi specifici che richiedono strategie d'investimento divergenti.

Figura 12

Un rendimento elevato può risultare molto più modesto dopo le imposte

7Rendimento totale e tax cost ratio a 15 anni, in %

Asset class	Rendimento totale annualizzato	Tax cost ratio	Rendimento dopo le imposte
Titoli high yield municipali	4,39	0,00	4,38
Titoli high yield municipali nazionali	3,68	0,04	3,56
Large cap statunitensi blended	8,42	0,82	6,70
Investimenti immobiliari	9,99	1,66	7,69
Obbligazioni corporate	5,47	1,67	3,52
Obbligazioni dei mercati emergenti	9,57	2,45	6,56
Obbligazioni high yield	7,83	2,55	4,97

* Morningstar calcola internamente il «tax cost ratio» su base mensile in base ai rendimenti al netto delle commissioni e delle imposte per diversi periodi di tempo. Il «tax cost ratio» esprime in quale misura le tasse pagate dagli investitori sulle distribuzioni riducono il rendimento annualizzato del fondo. Fonte: Morningstar Direct, UBS, dati al 10 agosto 2017

Conclusioni

In base alle nostre analisi e osservazioni, crediamo che l'approccio Liquidity. Longevity. Legacy. sia altamente efficace per gestire i patrimoni delle famiglie. Questo rapporto illustra la validità della strategia 3L dal punto di vista tecnico e comportamentale, ma l'esperienza pratica che abbiamo maturato ce ne dà ulteriore conferma.

Negli ultimi quattro anni, abbiamo fornito a centinaia di famiglie consulenza e formazione sull'approccio 3L: i risultati sono promettenti. Tra gli investitori che hanno abbracciato questa filosofia, molti si sono resi conto che la strategia Legacy, che prima non veniva definita, merita particolare attenzione. Altri investitori hanno modificato la propria asset allocation per ottimizzare l'allineamento degli investimenti in portafoglio ai loro obiettivi.

In ultima analisi, il nostro obiettivo è chiaro: vogliamo aiutare le famiglie a capire qual è il modo migliore di utilizzare i loro beni per raggiungere gli obiettivi stabiliti, applicando un approccio alla gestione patrimoniale guidato dagli obiettivi. Cosa può fare per conservare il suo attuale tenore di vita? Cosa può fare per migliorare il suo tenore di vita? Cosa può fare per migliorare la vita degli altri? L'approccio 3L dà risposta a queste domande.

Bibliografia e letture collegate

Talmud babilonese: trattato Bava Metzia, folio 42a.

Baredes, Matthew e Crook, Michael, «Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing», Investment Strategy Insights, UBS, 2014.

Blanchett, David e Kaplan, Paul, «Alpha, Beta, and Now... Gamma», The Journal of Retirement, vol. 1, n. 2 (2013), pagg. 29-45.

Blanchett, David, e Straehl, Philip, «No Portfolio is an Island», Financial Analysts Journal, vol. 71, n. 3 (maggio/giugno 2015), pagg. 15-33.

Chhabra, Ashvin B., «Beyond Markowitz: A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors», The Journal of Wealth Management, vol. 7, n. 4 (2005), pagg. 8-34. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925138>.

DeMiguel, V., Garlappi, L. e Uppal, R., «Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?», Review of Financial Studies, vol. 22, n. 5 (2008), pagg. 1915-1953.

Dichev, Ilia, «What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns», American Economic Review, vol. 97, n. 1 (2007), pagg. 386-401.

Graham, Benjamin, e Dodd, David, «*The Intelligent Investor*», New York, NY: Harper & Brothers, 1949.

Huggert, Mark, e Kaplan, Greg, «How large is the stock component of human capital?», NBER Working Paper n. 21238, 2015.

Ibbotson, R., Milevsky, M.A., Chen, P., e Zhu, K., «Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance», The Research Foundation of the CFA Institute, 2007.

Leibowitz, Martin L., «Pension Asset Allocation Through Surplus Management», Financial Analysts Journal, vol. 43, n. 2 (marzo/aprile 1987), pagg. 29-40.

Leibowitz, Martin L., e Henriksson, Roy D., «Portfolio Optimization Within a Surplus Framework», Financial Analysts Journal, vol. 44, n. 2 (marzo/aprile 1988), pagg. 43-51.

Markowitz, H. M., «Portfolio selection», The Journal of Finance, vol. 7, n. 1 (1952), pagg. 77-91.

Milevsky, Moshe, «Are You a Stock or a Bond? Identify Your Own Human Capital for a Secure Financial Future», 2a ed., Upper Saddle River, NJ: FT Press, 2013.

Pfau, Wade D., e Kitces, Michael E., «Reducing Retirement Risk with a Rising Equity Glide Path», Journal of Financial Planning, vol. 27, n. 1 (2014), pagg. 38-45.

Sharpe, William F., e Tint, Lawrence G., «Liabilities: A New Approach», Journal of Portfolio Management, vol. 16, n. 2 (1990), pagg. 5-10.

Sharpe, William F., «Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk», Financial Analysts Journal, vol. 58, n. 5 (settembre/ottobre 2002), pagg. 74-86.

Thaler, Richard, «Mental Accounting Matters», Journal of Behavioral Decision Making, vol. 12, n. 3 (1999), pagg. 183-206.

Tversky, Amos, e Kahneman, Daniel, «Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model», The Quarterly Journal of Economics, vol. 106, n. 4 (1991), pagg. 1039-1061.

Waring, M. Barton, «Liability-Relative Investing: Be Dual-Duration Matched and on the Surplus Efficient Frontier», Journal of Portfolio Management, vol. 30, n. 4 (2004), pagg. 8-20.

Waring, M. Barton, «Liability-Relative Investing II», Journal of Portfolio Management, vol. 31, n. 1 (2004), pagg. 40-53.

Note finali

1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, T1, 2015.

2 Crook, Michael, «Total Wealth Allocation: Liquidity, Longevity, and Legacy», *The Journal of Wealth Management*, inverno 2015, vol. 18, n. 3, pagg. 18-26, DOI: 10.3905/jwm.2015.18.3.018

3 DeMiguel V., Garlappi, L., e Uppal, R., «Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?», *Review of Financial Studies*, 2008, pagg. 1915-1953

4 Leibowitz (1987), Leibowitz, Martin L., e Henriksson (1988), Sharpe e Tint (1990) sono importanti articoli fondativi. Gli studi Waring (2004a) e Waring (2004b) sono indagini più recenti che analizzano in modo approfondito le politiche di asset allocation dei fondi pensione basate sugli impegni finanziari.

5 Ibbotson et al. (2007), Milevsky (2012), Blanchett e Straehl (2015) e Huggett e Kaplan (2015) tracciano un quadro relativamente esaustivo per la quantificazione delle dimensioni e delle caratteristiche del capitale umano.

6 Barber, Brad M., e Terrance, O., 2000, «Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors», *Journal of Finance*, vol. 55, pagg. 773-806.

7 Per maggiori informazioni si veda Perlman, David, «Exchange-traded funds: Target maturity ETFs», UBS WMA, 13 febbraio 2015.

8 Geddes, Patrick, Goldberg, Lisa R., e Bianchi, Stephen W., «What Would Yale Do If It Were Taxable?» (8 giugno 2014), *Financial Analysts Journal*, vol. 71, n. 4, 2015. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>

Disclaimers

Disclaimer Liquidity. Longevity. Legacy.

Gli orizzonti temporali possono variare. Le strategie sono soggette agli obiettivi personali e finanziari e all'adeguatezza dei singoli clienti. Questo approccio non garantisce in alcun modo che vengano raggiunti determinati risultati patrimoniali o finanziari.

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office («CIO») sono elaborate e pubblicate dalla divisione Global Wealth Management di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata («UBS»).

Le opinioni d'investimento sono state formulate in conformità delle norme di legge volte a promuovere **una ricerca d'investimento indipendente**.

Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi:

Questa pubblicazione viene distribuita **solo a fini informativi** e non rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione personale né tiene conto degli obiettivi d'investimento, delle strategie d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di un determinato destinatario. Si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come le previsioni, le stime e i prezzi di mercato indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. Il presente documento e le informazioni ivi contenute (tra cui previsioni, valori, indici o altri importi calcolati («Valori»)) non possono in alcun caso essere utilizzati per i seguenti scopi: (i) a fini di valutazione o di contabilità; (ii) per stabilire gli importi dovuti o da versare, il prezzo o il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario; o (iii) per misurare la performance di uno strumento finanziario, anche, tra l'altro, con l'obiettivo di monitorare il rendimento o la performance di un Valore o di definire l'asset allocation di un portafoglio oppure di calcolare le commissioni di performance. Ricevendo il presente documento e le informazioni ivi contenute si ritiene che dichiarate e assicurate a UBS che non userete questo documento e che non farete diversamente affidamento sulle informazioni ivi contenute per gli scopi di cui sopra. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a imprevise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale.

È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per informazioni circa le modalità con cui il CIO gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a www.ubs.com/research.

Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

Informazioni importanti sulle strategie basate sugli investimenti sostenibili: L'inclusione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) o delle considerazioni alla base degli investimenti sostenibili può impedire al gestore di partecipare a certe opportunità d'investimento che altrimenti sarebbero in linea con il suo obiettivo d'investimento e con altre strategie d'investimento tradizionali. I rendimenti di un portafoglio composto essenzialmente da investimenti che rispondono ai criteri ESG o da investimenti sostenibili possono essere inferiori a quelli di un portafoglio che non tiene conto di questi fattori. Dato che i criteri della sostenibilità possono escludere determinati investimenti, i portafogli potrebbero non avere accesso alle stesse opportunità o tendenze di mercato disponibili se non si applicano questi parametri. Le società possono non soddisfare necessariamente elevati standard di performance per tutti gli aspetti ESG o tutti i temi degli investimenti sostenibili; inoltre, non si garantisce che le società soddisfino le aspettative negli ambiti della responsabilità aziendale, della sostenibilità e/o della performance in termini d'impatto.

Distribuito a soggetti statunitensi da UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, consociate di UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico è una consociata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. accetta la responsabilità dei contenuti di un documento predisposto da un'affiliata non statunitense quando distribuisce documenti a soggetti statunitensi. Tutte le transazioni di soggetti statunitensi nei titoli citati nel presente documento devono essere effettuate tramite un broker/dealer registrato negli Stati Uniti e affiliato a UBS e non tramite un'affiliata non statunitense. Il contenuto del presente documento non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità per gli strumenti finanziari o per gli investimenti negli Stati Uniti o altrove. UBS Financial Services Inc. non agisce in veste di consulente municipale a favore di enti municipali o di persone obbligate nell'accezione della Section 15B del Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») e le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non devono essere intesi come una consulenza, né costituiscono una consulenza, nell'accezione della Municipal Advisor Rule.

Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni: qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi. **Arabia Saudita:** la presente pubblicazione è stata autorizzata da UBS Saudi Arabia (una controllata di UBS SA), una società per azioni chiusa dell'Arabia Saudita costituita nel Regno dell'Arabia Saudita, iscritta al registro commerciale con il numero 1010257812 e avente sede legale presso Tawteer Towers, Casella postale 75724, Riad 11588, Regno dell'Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia è autorizzata e disciplinata dalla Capital Market Authority of Saudi Arabia.

Austria: la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con sede in Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza austriaca (Finanzmarktaufsicht, FMA), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o

d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione è redatta da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entità regolamentata dalla Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **Cina:** il presente documento è redatto da UBS SA o da una sua succursale o affiliata offshore (collettivamente, «UBS Offshore»). UBS Offshore è un'entità costituita al di fuori della Cina e non è autorizzata né soggetta alla vigilanza o alla regolamentazione in Cina per lo svolgimento di attività bancarie o relative a titoli. Il destinatario non deve contattare gli analisti o l'entità UBS Offshore che hanno allestito il presente documento per richiedere la loro consulenza, in quanto non sono autorizzati a fornire consulenza d'investimento in titoli in Cina. UBS Investment Bank (inclusa l'area Research) produce ricerche e opinioni proprie del tutto indipendenti, che a volte possono discostarsi dalle opinioni di UBS Global Wealth Management. Questo documento non deve essere inteso come un'analisi relativa a titoli specifici. Il destinatario non deve utilizzarlo o fare altrimenti affidamento sulle informazioni ivi contenute per assumere decisioni d'investimento e UBS declina qualsiasi responsabilità al riguardo.

Danimarca: la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto danese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con sede in Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhagen, Danimarca, iscritta alla Danish Commerce and Companies Agency con il numero 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria danese (Finanstilsynet), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme francese con un capitale sociale di € 132 975 556, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francoforte sul Meno. UBS Europe SE è autorizzata e regolamentata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Hong Kong:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG, Hong Kong Branch da UBS AG, Hong Kong Branch, banca autorizzata ai sensi della Hong Kong Banking Ordinance e istituto registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. **Israele:** UBS Switzerland AG è registrata come «Foreign Dealer» in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd, un'affiliata interamente controllata da UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd è una società di gestione di portafogli autorizzata che svolge anche attività di commercializzazione degli investimenti ed è disciplinata dalla Israel Securities Authority. Questa pubblicazione non sostituisce la consulenza d'investimento e/o la commercializzazione degli investimenti fornita da un soggetto autorizzato in base alle specifiche esigenze dell'investitore. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e sottoposta alla supervisione della Consob. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. Qualora i servizi vengano forniti al di fuori di Jersey, non saranno coperti dal quadro regolamentare di Jersey. UBS AG, Jersey Branch è una filiale di UBS AG, una società per azioni quotata in borsa costituita in Svizzera e avente sede legale in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basilea e Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurigo. La sede principale di UBS AG, Jersey Branch è in 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto lussemburghese ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con sede in 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo. UBS Europe SE, Luxembourg Branch è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza lussemburghese (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., entità che non fa parte di UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o di alcun altro gruppo finanziario messicano e le cui obbligazioni non sono garantite da terzi. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS AG, autorizzata e regolamentata dalla Financial Market Supervisory Authority in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority e alla vigilanza limitata della Prudential Regulation Authority. I dettagli riguardanti la portata della vigilanza da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS London nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Repubblica Ceca:** UBS non è una banca autorizzata nella Repubblica Ceca e pertanto non le è consentito fornire servizi bancari o d'investimento regolamentati nella Repubblica Ceca. Il presente materiale è distribuito a scopi di marketing. **Singapore:** per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, si prega di contattare UBS AG, Singapore Branch, un «Exempt Financial Adviser» ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) e banca autorizzata in base al Singapore Banking Act (Cap. 19) sottoposta alla vigilanza della Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** questa pubblicazione è distribuita ai propri clienti da UBS Europe SE, Sucursal en España, con sede legale in Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, soggetta alla vigilanza del Banco de España e della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito sotto forma di Societas Europaea, autorizzato e disciplinato dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Svezia:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto svedese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, con sede in Regeringsgatan 38, 11153 Stoccolma, Svezia, iscritta allo Swedish Companies Registration Office con il numero 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria svedese (Finansinspektionen), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Tailandia:** Questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il presente materiale per errore, UBS la invita a cancellare l'e-mail e a informare immediatamente la stessa UBS. Il materiale potrebbe non essere stato vagliato, approvato, rifiutato o supportato da alcuna autorità finanziaria o di regolamentazione nella sua giurisdizione. Gli investimenti saranno soggetti a restrizioni e obblighi in materia di trasferimento, come indicato nel materiale. Mediante la ricezione del materiale, lei si impegna a rispettare integralmente tali restrizioni e obblighi. La invitiamo a leggere con attenzione e accertarsi di comprendere il materiale e ad esercitare la dovuta perizia e cura nel valutare il suo obiettivo d'investimento, la sua propensione al rischio e la sua situazione personale rispetto al rischio dell'investimento. In caso di dubbi le consigliamo di ricorrere a una consulenza professionale indipendente. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziali o dietro loro richiesta.

Versione 01/2019. CIO82652744

© UBS 2019. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.

Informazioni sulla pubblicazione

Editore

UBS Financial Services Inc.
CIO Americas, Wealth Management
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor
New York, NY 10019 – Stati Uniti d'America

Questo rapporto è stato pubblicato il 13 settembre 2017 e aggiornato il 20 agosto 2018.

Editor in chief

Michael Crook

Autori principali

Michael Crook

Editor

Kate Hazelwood

Autori dei contributi

(in ordine alfabetico)

Kiran Ganesh

Jeff LeForge

Mike Ryan

Ronald Sutedja

Gestione del progetto

John Collura

Paul Leeming

Matt Siegel

Design del rapporto

Candice Stern

Supporto grafico

Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,
Srinivas Addugula, Pavan Mekala
e Virender Negi

