



**INVESTIRE NELLE PASSIONI:  
L'ARTE COME ASSET ALTERNATIVO**

Dipartimento di ECONOMIA E MANAGEMENT

Cattedra di TECNICHE DI BORSA

RELATORE

Prof. Claudio Boido

CANDIDATO

Ilenia Pigliacelli

Matricola 204861

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>1 IL MERCATO DEI COLLECTIBLES</b> .....	<b>6</b>
1.1 <i>INVESTMENTS OF PASSION</i> : ARTE, VINI, AUTO, ALTRI BENI DA COLLEZIONE.....	6
1.1.1 MOTIVAZIONI DELL'INVESTIMENTO IN <i>COLLECTIBLES</i> .....	7
1.1.2 I <i>COLLECTIBLES</i> : UNA PANORAMICA.....	8
<b>2 IL MERCATO DELL'ARTE</b> .....	<b>11</b>
2.1 NASCITA ED EVOLUZIONE STORICA DEL MERCATO.....	11
2.2 IL MERCATO DELL'ARTE: STRUTTURA E ATTORI COINVOLTI.....	13
2.2.1 <i>ART DEALERS</i> : UN NUOVO OLIGOPOLIO .....	16
2.3 <i>ART WEALTH MANAGEMENT</i> E <i>ART PHILANTHROPY</i> .....	17
2.4 ANOMALIE E RISCHI SUL MERCATO DELL'ARTE.....	18
<b>3 IL VALORE DELL'ARTE</b> .....	<b>21</b>
3.1 IL VALORE DELL'OPERA D'ARTE: LE DINAMICHE E LE DETERMINANTI.....	21
3.2 MODALITÀ DI <i>BUYING-SELLING</i> .....	24
3.3 INDICI DI PREZZO.....	26
3.3.1 MODALITÀ DI COSTRUZIONE DEGLI INDICI DI PREZZO .....	26
3.4 PERFORMANCE E RENDIMENTI NEL MERCATO DELL'ARTE .....	33
3.4.1 I SOTTO-SEGMENTI NEL MERCATO DELL'ARTE E <i>ASSET ALLOCATION</i> .....	35
3.4.2 IL CAPM PER BENI DUREVOLI RISCHIOSI.....	39
3.4.3 I MINORI RENDIMENTI DEI <i>MASTERPIECES</i> .....	41
3.5 <i>RARITY PREMIUM</i> : IL VALORE DI POSSEDERE UN BENE RARO .....	43
<b>4 GLI ART FUNDS</b> .....	<b>46</b>
4.1 UN'INTRODUZIONE AI FONDI D'ARTE .....	46
4.2 DALLE PRIME ESPERIENZE DI <i>ART FUNDS</i> FINO AD OGGI .....	48
4.3 LA GESTIONE DI UN <i>ART FUND</i> .....	49
4.4 VANTAGGI E SVANTAGGI DEGLI <i>ART FUNDS</i> .....	52
4.5 UN MERCATO SOMMERSO E IL DAY STAR PRIVATE ART FUND.....	54
4.6 SOLUZIONI ALL'INSUCCESSO DEGLI <i>ART FUNDS</i> .....	55
4.7 PERCHÉ L'ARTE CONTEMPORANEA? .....	58
<b>5 IL MERCATO DELL'ARTE ONLINE</b> .....	<b>61</b>
5.1 DIMENSIONI E CARATTERISTICHE DEL MERCATO DELL'ARTE ONLINE.....	61
5.2 L'ESITAZIONE NEGLI ACQUISTI IN RETE.....	65
5.3 LE STRATEGIE DI SOTHEBY'S.....	66

5.4	COME È POSSIBILE FARE <i>ART TRADING</i> ONLINE.....	68
<b>CONCLUSIONI</b> .....		<b>71</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....		<b>72</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....		<b>80</b>

## INTRODUZIONE

Le opere d'arte e gli altri beni da collezione, come le auto d'epoca e i vini pregiati, costituiscono il mercato dei cosiddetti *emotional assets*: si tratta infatti di attività alternative di investimento con cui è possibile realizzare la diversificazione di portafoglio. È immediatamente evidente la doppia prospettiva secondo la quale è possibile osservare l'universo dei beni da collezione, poiché troviamo da un lato la loro essenza di beni culturali, costituendo parte integrante del patrimonio artistico di un Paese, dall'altro lato essi formano una porzione sempre più significativa del portafoglio di investimento di numerosi individui con un patrimonio superiore, rispettivamente, a un milione di dollari (High Net Worth Individual in sigla HNWI) e a trenta milioni di dollari (Ultra High Net Worth Individual in sigla UHNWI), esclusa la residenza primaria.

La sfera emozionale e quella economico-finanziaria si accompagnano inscindibilmente nella categoria di beni in oggetto, realizzando la perfetta sintesi tra la passione per il bene artistico e i benefici che può garantire un investimento in attività alternative rispetto a quelle tradizionali.

Lo scopo primario del presente elaborato è quello di indagare le performance dei beni da collezione, ed in particolar modo delle opere d'arte, considerando queste ultime come *assets* alternativi di investimento. Tuttavia è impossibile non prestare attenzione allo sviluppo conseguito dai *collectibles* dal punto di vista della struttura del mercato, nonché alle motivazioni sottostanti l'investimento "emozionale", che hanno inevitabilmente a che fare con la sfera delle passioni e dei piaceri dell'individuo.

Nel primo capitolo, partendo da alcune recenti evidenze empiriche, come la significativa crescita dei capitali investiti in beni da collezione, verrà offerta una panoramica generale sull'universo dei *collectibles* fino a esaminare le motivazioni sottostanti il crescente interesse degli investitori.

Nel secondo capitolo il focus verrà spostato sul mercato dell'arte, esaminandone lo sviluppo cronologico e strutturale, sino all'attuale organizzazione del mercato e dei relativi *players*. Saranno inoltre descritte le anomalie intrinseche del mercato dell'arte, come l'irreversibile illiquidità e la scarsa trasparenza, mentre l'impatto sui prezzi e sul valore delle opere verranno approfonditi nel prosieguo.

Nell'ultima parte sarà esaminato il tema della valutazione dell'opera d'arte da un punto di vista prevalentemente quantitativo, con l'illustrazione dei principali modelli utilizzati per la stima dei prezzi delle opere. L'analisi verrà condotta in un'ottica di comparazione con le tradizionali attività di investimento, quali i titoli obbligazionari e azionari.

Per l'approfondimento del tema finanziario saranno poi presi in esame gli *art funds*, che consentono di "finanziarizzare" le opere d'arte, senza dover compiere scelte individuali di acquisto o vendita di tali beni. Quest'ultima modalità di investimento non entra nel merito della scelta edonistica lasciando spazio unicamente all'obiettivo della redditività dell'investimento finanziario. Le decisioni concernenti l'allocazione del capitale sono demandate ai gestori del fondo, che selezionano le singole opere da acquistare o gli indici più appropriati in cui investire il patrimonio a disposizione, con lo scopo di massimizzare e poi distribuire i proventi dei risultati conseguiti. L'*art fund* realizza, quindi, una scissione definitiva tra la natura estetica del bene artistico e la motivazione sottostante l'investimento, in quanto l'obiettivo è il solo rendimento finanziario.

L'evoluzione dei mercati comporta, inoltre, la necessità di verificare come gli sviluppi telematici siano in grado di influenzare questo particolare segmento costituito dall'arte: il tema in questione sarà affrontato nell'ultimo capitolo dell'elaborato, anche alla luce delle più recenti notizie provenienti dall'ambiente internazionale in cui ad operare sono soprattutto i maggiori *players* del mercato, esaminando le implicazioni di tali novità in termini di nuove possibili strategie finanziarie da porre in atto.

# 1 IL MERCATO DEI *COLLECTIBLES*

## 1.1 *INVESTMENTS OF PASSION*: ARTE, VINI, AUTO, ALTRI BENI DA COLLEZIONE

Nell'attuale clima di incertezza non solo economica, stante anche la complessa situazione geo-politica che negli ultimi anni ha generato una significativa volatilità nei mercati di tutto il mondo e ha portato la recessione in numerosi Paesi, gli investitori avvertono l'impellente necessità di salvaguardare il proprio capitale. Il focus si è spostato, dunque, verso segmenti di mercato alternativi e la tendenza è quella di investire in *asset classes* i cui rendimenti siano scarsamente correlati con quelli delle attività tradizionali. L'arte e, in generale, i beni da collezione soddisfano questa prerogativa.

Chiaramente tale tipologia di attività implica, inevitabilmente, il coinvolgimento di una serie di temi collaterali e connessi alla natura stessa dei beni da collezione. Questi ultimi, in effetti, attribuiscono all'investitore un insieme di altri benefici attinenti alla sfera emozionale e sociale dell'individuo: ciò ne costituisce l'inestimabile particolarità e unicità.

L'arte e gli altri beni da collezione hanno il potenziale per ottenere performance migliori rispetto a quelle delle azioni nel lungo periodo, come evidenziato dai report finanziari, tra cui *Art&Finance* (Deloitte, 2016), che mostrano un andamento crescente, dal 2003, degli indici di mercato relativi all'arte e ai beni da collezione, rispetto all'indice MSCI world. Ciò spinge a sostenere che il motivo chiave a guida dell'investimento in arte è da ricondurre in primo luogo al valore emozionale e sociale conferito dall'acquisto e dal possesso del bene artistico ma, in secondo luogo, alla ricerca del rendimento finanziario.

È qui che sorge il "collezionista 2.0": una figura che si distingue dal collezionista del passato e che ha una visuale chiaramente bidimensionale. Egli si serve dell'esperienza di professionisti del settore per orientare le proprie scelte in ambito artistico, coniugando al gusto personale la giusta consulenza al fine di conseguire, così, un rendimento in termini sia finanziari che estetici.

Il "vecchio" collezionista, invece, è riconducibile alle figure arcaiche del nobile e del borghese che incarnano i valori propri delle due categorie sociali in questione: per costoro la collezione d'arte e di altri *collectibles* non è altro che il mezzo attraverso il quale, in un primo momento, esprimere uno status all'interno della società e, in un momento successivo, tramandare un valore estetico e culturale alle generazioni successive.

Una ulteriore evoluzione della figura del collezionista è stata realizzata con l'introduzione sui mercati finanziari degli *art funds*. L'investitore non è interessato a possedere un'opera d'arte, poiché acquistando oggi una quota del fondo, in futuro avrà diritto a monetizzare il valore dell'investimento, che dipenderà dalle scelte artistiche di *asset allocation*. La sfera emozionale è del tutto assente per l'investitore e l'opera d'arte, o in generale il bene da collezione, è assimilata alle *asset classes*.

In ogni caso possiamo notare un crescente interesse da parte di numerosi investitori in tutto il mondo verso il segmento dei beni da collezione, mantenendo nella maggior parte dei casi lo spirito collezionistico puro associato al gusto e all'estetica.

Per comprendere a fondo l'enorme espansione che ha interessato il mercato dei beni da collezione negli ultimi anni bisogna volgere lo sguardo verso i cosiddetti e già menzionati HNWI e UHNWI. Sono infatti costoro a

detenere la gran parte della ricchezza mondiale potendo, dunque, investire in settori di fascia elevata come quello dei *collectibles*. Più in particolare è necessario inquadrare l'espansione di questi mercati alternativi nell'ambito della crescita numerica degli UHNWI nei vari Stati del mondo.

La creazione di ricchezza ha subito uno slancio negli ultimi dieci anni, con la crescita della popolazione globale di UHNWI del 42%, tra il 2006 e il 2016, secondo quanto emerge dal report annuale redatto dall'agenzia immobiliare inglese Knight Frank (2017). La popolazione di ricchi è destinata a crescere ancora del 43% nei prossimi dieci anni; tuttavia sono da evidenziare differenti tassi di crescita a seconda della nazione considerata, infatti la crescita maggiore nella passata decade si è riscontrata nei Paesi dell'Asia, con un incremento del 121%. In ogni caso, l'interrogativo a cui ci interessa dare risposta è come questa enorme ricchezza verrà distribuita tra le attività di investimento disponibili e, in particolare, quanta parte di essa sarà destinata al segmento dell'arte.

Si segnala che negli anni precedenti la crescita dei *collectibles* è stata largamente trainata dai Paesi asiatici, i quali però si rivolgono a diversi segmenti di mercato. Nonostante ciò, si osserva in questi Paesi la mancanza di una gamma completa di servizi nel settore, essendo presenti solo alcune figure di consulenti e specialisti. È dunque pacifico che in un simile contesto la chiave di volta è rappresentata dallo sviluppo, necessario, di un nuovo e rinnovato insieme di servizi connessi agli investimenti in *collectibles*, nonché di un nuovo approccio alla gestione patrimoniale. Infatti, in sopracitati report finanziari, i gestori patrimoniali hanno riscontrato negli ultimi anni una crescente domanda di servizi connessi alle attività artistiche e da collezione in generale. Gli stessi gestori di fondi hanno maturato la convinzione per cui l'arte e i *collectibles* dovrebbero essere parte di un'offerta integrata di servizi di gestione patrimoniale.

### 1.1.1 MOTIVAZIONI DELL'INVESTIMENTO IN *COLLECTIBLES*

I beni da collezione si affiancano alle altre *asset classes* nella composizione dei portafogli di investimento. È evidente che i rendimenti offerti dai beni da collezione, in particolar modo dalle opere d'arte, non siano immediatamente né facilmente monetizzabili, sia per le anomalie che caratterizzano specificamente il mercato dell'arte, come ad esempio l'illiquidità che rende impossibile negoziare agevolmente opere d'arte a prezzi di mercato, sia per le tipiche modalità di compravendita attuate all'interno del mercato stesso. Dunque l'investimento in *emotional assets* implica necessariamente un *holding period* piuttosto ampio, nonché la possibile detenzione dell'*asset* in portafoglio fino alla scadenza dello stesso orizzonte temporale. Conseguentemente, la composizione del portafoglio deve tenere conto di tutte le peculiarità dei *collectibles*, nell'ottica degli obiettivi di fondo dell'investitore, nonché del grado di correlazione esistente tra le diverse categorie di *assets*.

Sarebbe opportuno indagare sulle motivazioni che spingono i collezionisti, nel contesto socio-economico odierno, a investire una ricchezza consistente in attività spesso illiquide come i *collectibles*. Partendo dal presupposto che il rendimento da attribuire a tali oggetti sia associato al godimento e al piacere personale, sono presenti ulteriori ragioni che nel corso del tempo hanno affiancato questa primaria spiegazione

dell'acquisto di *collectibles*. In accordo con i risultati dei sondaggi riportati in *Art Wealth Management* (Knight Frank, 2017), sono il godimento personale e l'emozione che in primo luogo spiegano l'acquisto di beni da collezione; il piacere ad essi associato è spesso generato dai cinque sensi: l'udito del rombo di un motore, la vista di un dipinto, il gusto di odorare e poi assaporare un vino pregiato, il tatto della superficie marmorea di una scultura o del volante invecchiato di un'auto d'epoca.

La seconda motivazione che, per importanza, guida l'investimento in *collectibles* risulta essere l'apprezzamento del capitale. Le due motivazioni fin ora elencate non si escludono vicendevolmente, bensì si accompagnano e si declinano in quelli che sono gli obiettivi del collezionista-investitore, il quale continua ad avere un ruolo preponderante nelle scelte di acquisto e di vendita, ma si serve del supporto di figure professionali del settore, in modo da selezionare i segmenti di mercato più redditizi per i propri investimenti. Tra le ulteriori motivazioni di acquisto di *collectibles*, troviamo lo status conferito dalla proprietà e dal possesso di un bene da collezione, che rappresenta il simbolo innegabile di un elevato grado di agiatezza economica e/o della condivisione di passioni artistiche con altri individui selezionati. In alcuni casi, l'obiettivo per il collezionista è di essere considerato un esperto di quella specifica tipologia del bene.

In ultima istanza, un bene appartenente alla categoria dei *collectibles* può rappresentare, per un investitore, un bene rifugio, il quale per definizione consente di impiegare e preservare un certo capitale: l'ottica sottostante è evidentemente quella di una strategia passiva di investimento, sebbene in tal modo si finisca per ottenere comunque anche l'insieme di benefici estetici o di altro tipo connessi al bene acquistato.

### 1.1.2 I COLLECTIBLES: UNA PANORAMICA

I segmenti riconoscibili all'interno della macro-categoria dei beni da collezione coprono differenti aree merceologiche: auto, vini pregiati, monete, gioielli, diamanti, opere d'arte, francobolli, orologi, ceramiche cinesi e mobili.

Per comprendere le tendenze di investimento nell'ambito dei beni da collezione può essere utile fare riferimento alla variazione annuale del Knight Frank Luxury Investment Index, in sigla KFLII, (Knight Frank, 2017), il quale traccia la performance delle dieci categorie di beni da collezione su menzionate. L'indice è calcolato a partire da un insieme selezionato di *asset classes*, all'interno del quale le diverse categorie di attività sono pesate in base alla loro importanza relativa.

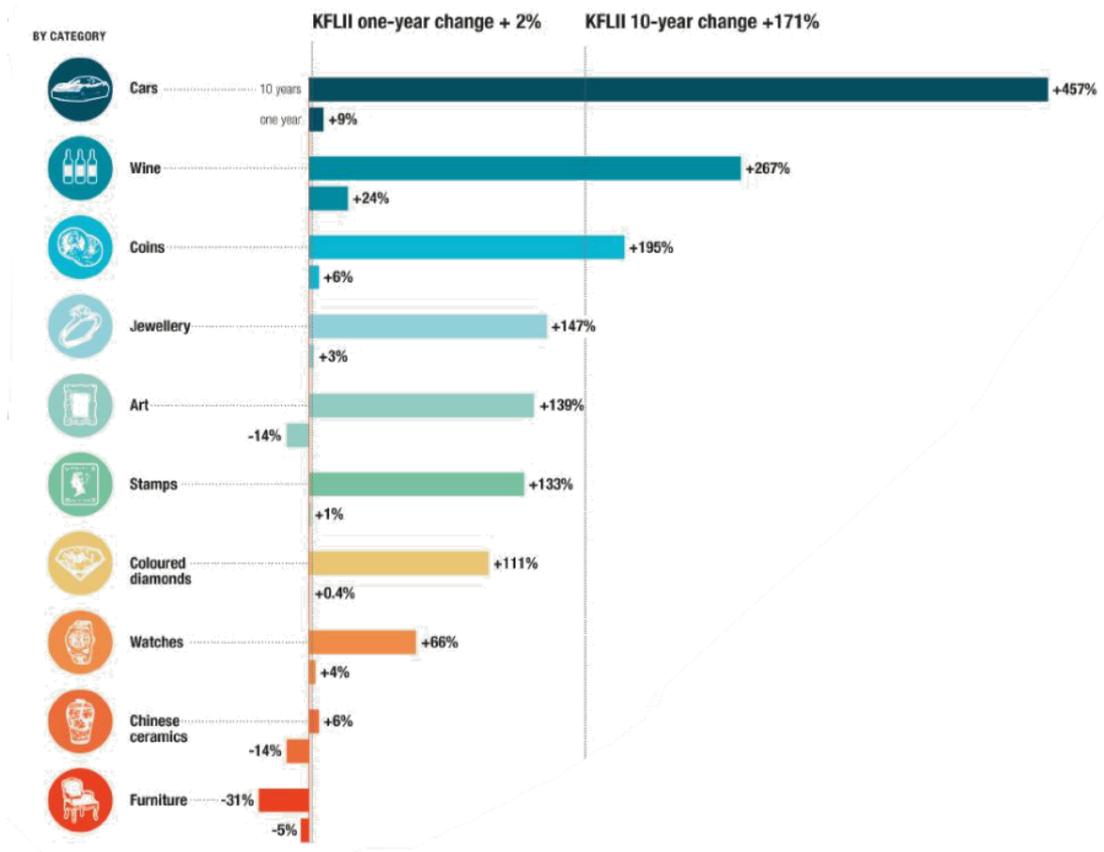


Figura 1: Risultati dell'indice KFLII (quarto semestre 2016). (Fonte: Knight Frank, 2017).

Osservando i dati riferiti all'ultimo semestre del 2016, disponibili in Figura 1, si evidenzia innanzitutto un incremento annuale del 2% dell'indice generale, mentre si riscontrano differenti saggi di variazione degli indici calcolati per singole categorie di beni. La miglior variazione positiva dell'indice ha interessato il settore dei vini pregiati con il 24%, che ha superato rispetto all'anno precedente il settore delle auto, per il quale l'indice risulta aver subito una variazione del 9% soltanto. Rileviamo, poi, performance peggiori per le altre categorie di beni: i gioielli si attestano al 3%, i diamanti allo 0,4%, i francobolli all'1%, le monete al 6% e gli orologi al 4%. Si notano, invece, dei tassi di variazione negativi nel segmento dell'arte, il cui indice annuale ha subito una flessione del 14%, e nei settori delle ceramiche cinesi e dei mobili, i quali si assestano su percentuali negative, rispettivamente, del 14% e del 5%.

Il dato relativo al mercato dell'arte evidenzia la variazione negativa dell'indice KFLII, che rispecchia il rallentamento subito dallo stesso mercato durante il 2015, quantificabile in una perdita del 7% delle vendite globali rispetto al precedente 2014 (Deloitte, 2016). Tuttavia lo stesso indice KFLII calcolato su un orizzonte temporale di dieci anni mantiene un trend positivo per tutte le categorie di beni, ad eccezione delle ceramiche cinesi e dei mobili, preannunciando così una nuova risalita per il mercato artistico. Infatti, osservando i dati relativi al primo trimestre del 2017 - presenti in un nuovo report redatto dalla stessa Knight Frank (2017), la variazione annuale dell'indice (-6%) per il mercato dell'arte migliora, pur rimanendo negativa.

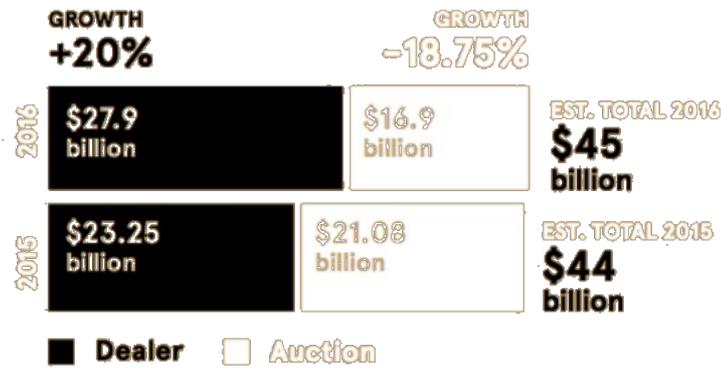


Figura 2: Vendite globali nel mercato dell'arte. (Fonte: TEFAF, 2017).

La Figura 2, poi, conferma la tendenza in essere e riporta l'aumento complessivo delle vendite registrato nel 2016, rispetto al precedente anno, e pari all'1,7%: esse ammontano a \$45 miliardi, di cui il 62,5% è attribuibile a transazioni concluse dai commercianti d'arte e la restante quota a transazioni concluse con il sistema delle aste. Le vendite realizzate dai *dealers* hanno subito un'ascesa del 20% in un anno: questo sta ad indicare il fatto che la reputazione, oggi, è tutto nel mercato dell'arte. È evidente che le case d'asta stanno perdendo clientela a favore dei *dealers* e che i collezionisti hanno interesse ad effettuare transazioni caratterizzate da maggior privatezza. Tutto ciò è coerente con quanto verrà esposto in attinenza all'oligopolio formato dai *dealers*, che va acquisendo forza nel settore dell'arte, grazie soprattutto alle caratteristiche professionali che distinguono la figura del mercante d'arte.

Tenendo in considerazione le vendite al dettaglio effettuate dai *dealers*, nonostante l'Europa ospiti più della metà dei commercianti di tutto il mondo, l'America rimane il primo continente nel mondo per i volumi di vendite al dettaglio da parte dei *dealers*, con una quota di mercato pari al 29,5%, seguita dal Regno Unito con il 24% e, infine, dalla Cina con il 18%.

In conclusione, dai dati empirici presentati, il mercato artistico sembra essere stabile nelle proprie prospettive di crescita, ma in continua evoluzione per quanto riguarda la sua struttura e la sua organizzazione di base.

## 2 IL MERCATO DELL'ARTE

### 2.1 NASCITA ED EVOLUZIONE STORICA DEL MERCATO

Da sempre l'uomo realizza manufatti di ogni tipo, con differenti tecniche e strumenti e che, con il tempo, hanno assunto la natura di opere d'arte, secondo il senso oggi comunemente attribuito al termine ed in quanto frutti della creatività dell'individuo.

Le motivazioni e le finalità della produzione artistica sono cambiate nel tempo, come d'altronde è mutato il contesto sociale, economico e culturale in cui l'artista si è trovato ad operare. Tuttavia, non sempre è esistito un mercato dell'arte, inteso tecnicamente come incontro tra la domanda e l'offerta, né tantomeno un mercato competitivo ed efficiente, lungi dall'essere tale ancora oggi. Per di più, il mercato dell'arte ha attraversato nel tempo svariate configurazioni, ciascuna causa o conseguenza dell'evoluzione che ha interessato tutti gli specifici attori dell'ambito artistico medesimo.

Per risalire alla nascita di un mercato per l'arte, propriamente inteso, è necessario richiamare un particolare periodo storico che ha segnato l'inizio di un'epoca nuova e rivoluzionaria per il contesto che si sta esaminando. Segnatamente, i cambiamenti intervenuti nei mercati e nella tecnologia a partire dal XIX secolo hanno attribuito a tutti i successivi artisti una inestimabile libertà creativa, di cui i loro predecessori non hanno mai potuto godere.

Il primo segnale, e forse per alcuni non così significativo, di questo cambiamento venne da un gruppo di artisti, in seguito chiamati Impressionisti. All'epoca, ossia verso la fine del XIX secolo, il mercato dell'arte era fondato su un rigido sistema istituzionale incentrato sui grandi *Salon* parigini (essendo Parigi, allora, il fulcro dell'arte nel mondo): un autore poteva essere considerato un artista solamente se ammesso all'esibizione da parte della giuria del *Salon*, costituita da critici e accademici. Senza l'accettazione da parte di costoro nessuno avrebbe mai potuto aspirare ad alcuna carriera: dunque il mercato dell'arte durante quasi tutto il XIX secolo fu un vero e proprio monopolio, nel quale i gusti individuali coincidevano con quelli ufficialmente accettati. Gli attori fondamentali in un mercato così organizzato erano i collezionisti d'arte, i critici e le accademie d'arte, i grandi *Salon* e i commercianti professionisti (*dealers*) che vendevano a prezzi esorbitanti le opere degli artisti ritenuti meritevoli dai *Salon*, come Millet e Delacroix. La realizzazione delle opere, tra l'altro, avveniva prevalentemente su commissione: non vi era molto spazio per l'estro individuale.

In un simile sistema il valore delle opere era in un certo senso predeterminato dai critici d'arte, al momento della loro decisione di ammettere o meno l'artista alle grandi mostre; solo dopo questa prevalutazione i beni entravano sul mercato/monopolio.

Questo rigido sistema, in cui l'artista appariva piuttosto come un fedele servitore, in netto contrasto con l'idea di libertà che per sua natura è insita nel concetto di creatività, fu indebolito in prima battuta da Monet e dagli Impressionisti, i quali sfidarono *l'establishment* del *Salon* organizzando nel 1874 una propria mostra indipendente, esponendovi gli irriverenti lavori rifiutati dal *Salon* perché contrastanti con il gusto dell'epoca. Tuttavia non nacque immediatamente un mercato per questi nuovi artisti, né per molti altri ancora, perché i

grandi commercianti d'arte e le gallerie d'arte non ebbero subito l'esigenza di modificare la loro offerta al pubblico, continuando così a promuovere e vendere opere rispondenti alla vecchia impostazione.

Verso la fine del secolo XIX, intorno al 1890, alcuni intermediari d'arte iniziarono la loro attività negoziando proprio opere impressioniste ma, come è ovvio che sia, in un mercato l'offerta non è sufficiente e questo primo cambio di rotta non bastò ancora per stimolare una consistente domanda da parte dei collezionisti.

Tra la fine del XIX secolo e gli inizi del successivo XX crebbe il numero di imprenditori commercianti d'arte, che divennero figure emblematiche di quello che sarebbe poi diventato il modello del mercante d'arte contemporaneo. Questi soggetti, disposti a negoziare le opere impressioniste e post-impressioniste, resero di fatto possibile la configurazione di un mercato per i nuovi artisti, cosa che senz'altro ne mostrò ed incrementò la profittabilità, incidendo automaticamente anche sul gusto comune.

L'inizio del nuovo secolo rappresentò un secondo periodo di transizione per il mercato dell'arte e per la sua organizzazione strutturale: le grandi mostre continuarono a proliferare e nacquero società che sponsorizzavano tali esibizioni, nelle quali furono esposte migliaia di opere; nel frattempo cominciarono ad acquisire importanza le gallerie private, che divennero vetrine fondamentali per le innovazioni artistiche. Picasso fu il primo ad esporre i suoi lavori in una di queste più riservate esposizioni.

Facendo il punto, tale prima fase del processo di trasformazione del mercato dell'arte da monopolio a mercato competitivo, avutasi con gli impressionisti, confluì in una seconda fase, che prese le mosse dagli inizi del XX secolo e, continuando tutt'ora nel tempo, si sostanzia nell'acquisizione di un'importante consapevolezza: quella per cui precedenti investimenti in opere d'arte possono offrire elevati rendimenti finanziari, al pari di altre attività di investimento.

Il crescente riconoscimento del fatto che l'arte innovativa cresce di valore nel tempo produsse come risultato un sostegno e una spinta per la carriera di molti nuovi artisti. Quindi la nuova chiave di volta all'interno del mercato dell'arte, in queste rinnovate circostanze, divenne la ricerca da parte dell'artista di uno o due collezionisti disposti ad acquistare le proprie opere: non era più necessario ricercare il consenso di un pubblico vasto, piuttosto occorreva catturare l'attenzione di pochi soggetti che, con la loro influenza, potessero far conoscere ed apprezzare il nuovo artista, consentendo così alle sue opere di rivalutarsi nel tempo. È così che si giunge al concetto di arte come investimento finanziario, che in anni recenti ha raggiunto l'apice con la nascita degli *art funds*.

Una pietra miliare in tale ambito è rappresentata dal famoso caso di investimento di valore in arte contemporanea innovativa, che ebbe luogo nel 1914, ad un'asta a Parigi. Dieci anni prima un giovane imprenditore chiamato André Level aveva organizzato una sorta di consorzio di collezionisti, i cui partecipanti contribuirono ad accumulare un fondo collettivo che consentì di investire all'anno circa 2750 franchi in opere d'arte. Il gruppo venne rinominato La Peau de l'Ours (La pelle dell'orso). Vennero acquistati dipinti di Van Gogh e Gauguin, degli ancor più recenti Matisse e Picasso e di molti altri. Queste opere vennero accumulate nel giro di dieci anni e vennero poi vendute all'asta, consentendo di realizzare 116.545 franchi, ossia circa quattro volte il capitale investito inizialmente dal fondo. Lo strepitoso risultato dell'asta funse, tra l'altro, da

trampolino di lancio per la fama di Picasso e Matisse, oltre che per l'idea sottostante dell'arte come investimento finanziario. L'enorme successo pubblico che l'asta ebbe aumentò la convinzione che investire in arte contemporanea, soprattutto acquistando opere di artisti poco conosciuti, potesse procurare ingenti guadagni.

Di qui si snodano le dinamiche che hanno reso maggiormente complesso il mercato dell'arte e, soprattutto, che hanno portato agli estremi il dualismo arte-investimento, con la nascita e lo sviluppo degli *art funds*.

Proseguendo sulla linea temporale, nel corso del ventesimo secolo crebbe notevolmente l'interesse del pubblico per l'arte in generale, e questa tendenza si declinò nella nascita dei primi musei. Un evento rilevante nel panorama di sviluppo di tali istituti fu l'apertura del Museo d'Arte Moderna di New York nel 1929: il primo americano dedicato all'arte moderna e comprendente non solo la pittura, ma anche tributi alla fotografia, all'architettura, al design, alla scultura. Thomas Hoving, che fu direttore del museo newyorkese tra il 1967 e il 1977, fu il primo a vedere nell'istituzione del museo un luogo di intrattenimento di massa. Altri numerosi musei, piccoli e grandi, nacquero in tutto il mondo, e proporzionalmente al loro numero, crebbe anche l'interesse per l'arte moderna.

Al termine di questo breve *excursus*, si può affermare con relativa certezza che il mercato dell'arte, nel corso degli anni e con il susseguirsi delle crisi economico-finanziarie che hanno interessato varie parti del mondo, si è sempre dimostrato un mercato flessibile ed ammortizzante. Come altri settori, anche quello dell'arte non è immune alle crisi, ne è un esempio il tragico 2008 che ha fatto registrare il più alto tasso di invenduto nelle aste di arte contemporanea (Crippa, 2015).

Ad oggi la nuova chiave di lettura del mercato dell'arte risiede nel *trade-off* tra il piacere e il godimento personale da un lato e il ritorno finanziario dall'altro. La passione artistica incontra il processo economico e finanziario; conseguentemente il mondo dell'arte si interseca anche con problematiche di tipo giuridico e fiscale, che solo apparentemente astraggono da esso.

## 2.2 IL MERCATO DELL'ARTE: STRUTTURA E ATTORI COINVOLTI

Coerentemente con quella che è la tradizionale definizione di mercato, quale incontro di domanda e offerta di beni, il mercato dell'arte è riferito all'incontro di acquirenti e venditori di opere d'arte.

Esso è composto principalmente dalle case d'asta che operano vendendo al miglior acquirente e dai venditori al dettaglio che, alternativamente, si riforniscono direttamente dagli artisti oppure dalle stesse case d'asta.

Il mercato dell'arte può essere visto come una piramide (Zorloni, 2005). Alla base il mercato risulta essere relativamente competitivo, poiché l'offerta è alquanto abbondante, l'entrata è libera, il prodotto è omogeneo e i venditori cercano di differenziare beni simili; dunque la competizione si gioca prevalentemente sulla differenziazione e non sul prezzo. Man mano che si sale lungo la piramide, si incontrano prodotti di più alta qualità e di maggior pregio, di conseguenza aumenta la concentrazione del mercato. L'entrata, in questi segmenti di fascia alta, è più difficoltosa a causa di varie barriere esistenti: a dominare le vendite sono le gallerie affermate, che godono ormai di una consolidata tradizione, ma predominante è anche il ruolo dei

commercianti d'arte da tempo operanti nel campo, la cui importanza è cresciuta ulteriormente in anni recenti, come evidenziato dal report annuale della fondazione TEFAF (2017). Gli stessi possono infatti influenzare le vendite degli artisti e, addirittura, i prezzi delle opere. La particolarità di questo mercato, tuttavia, risiede nel fatto che venditori ed acquirenti hanno interesse affinché tali barriere rimangano alte.

In merito alla struttura del mercato dell'arte, possiamo distinguere un mercato primario da un mercato secondario. Nel primario le opere d'arte sono vendute per la prima volta. L'artista vende, dunque, l'opera a gallerie d'arte o fiere che, a loro volta, vendono ai singoli collezionisti. A questa prima fase negli scambi delle opere sono sicuramente connessi maggiori rischi, sia che sul mercato vi siano già altre opere del medesimo autore, sia che si tratti di un artista emergente che per la prima volta immette sul mercato la propria produzione. In quest'ultimo caso i rischi sono connessi, specificamente, all'assenza di altre opere dello stesso autore con le quali confrontare quella in questione, in termini di valutazione e di attribuzione del prezzo.

In questa prima fase di vendita, il prezzo è aggravato da una commissione caricata dai *dealers*, la quale rappresenta la principale fonte di guadagno per gallerie e fiere (ci riferiamo in tal caso a gallerie di proprietà degli stessi *dealers*). L'entità delle commissioni può dipendere da molteplici fattori, quali ad esempio la reputazione del commerciante e la visibilità dell'artista. Una volta venduta l'opera, il venditore ottiene le commissioni e la restante parte del prezzo di vendita spetta all'artista.

Nel mercato secondario, invece, si realizza lo scambio di opere d'arte già esistenti sul mercato. Qui le incertezze e le carenze informative sono minori, perché i soggetti che partecipano allo scambio sono solitamente ben informati circa i prezzi ed il valore delle opere d'arte. Protagoniste del mercato secondario sono le case d'asta, che offrono ai loro clienti una vasta scelta di prodotti ed un valido supporto informativo. Il prezzo di vendita all'asta è incrementato da alcuni costi aggiuntivi dovuti al mantenimento, alla conservazione, all'esposizione e alla promozione dell'opera. La maggior parte del guadagno per una casa d'asta proviene da una commissione applicata alle vendite, detta *buyer's premium*, la quale si somma al prezzo di aggiudicazione battuto al termine dell'asta medesima.

Il sistema delle aste è una determinante fondamentale di come le preferenze del pubblico saranno traslate nella valutazione dell'opera artistica (Ashenfelter & Graddy, 2002). Attualmente, le due più grandi case d'asta operanti nel panorama internazionale sono Christie's e Sotheby's, con le principali sedi a Londra e New York; seguite da numerose e più piccole case d'asta con delle dimensioni chiaramente circoscritte ad ambiti regionali e locali. Fin ora è dalle case d'asta che sono dipese le tendenze di fondo nel mercato dell'arte, come anche le preferenze dei collezionisti. Tuttavia il sistema è in continua evoluzione, in particolare negli ultimi anni è emerso il dato di una significativa riduzione delle vendite registrate presso le case d'asta di tutto il mondo, ad eccezione del continente asiatico ancora trainato dal primato cinese, in cui le vendite all'asta rimangono stabili nei volumi (TEFAF, 2017). In aggiunta a ciò, anche all'interno delle medesime case d'asta si è evidenziata una tendenza del tutto peculiare, ossia la notevole crescita di aste privatizzate. Si tratta di negoziazioni private condotte singolarmente con alcuni clienti, in coerenza con il generale orientamento verso una maggior riservatezza.

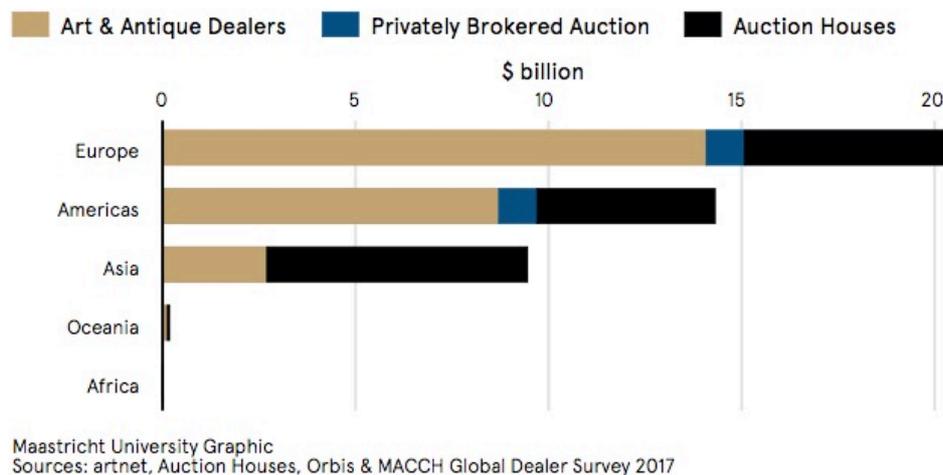


Figura 3: Vendite totali nel mercato dell'arte per continente nel 2016. (Fonte: TEFAF, 2017).

Per di più, negli ultimi anni le case d'asta hanno posto in essere un ulteriore rinnovamento, inserendo nei cataloghi di vendita anche numerosi artisti contemporanei poco conosciuti al grande pubblico, mossa che determina un avvicinamento in termini di operatività alle gallerie d'arte (Morabito, 2017): sono in genere queste ultime a lanciare gli artisti emergenti, mentre l'offerta delle case d'asta si è da sempre focalizzata su autori dalla fama già consolidata.

Passiamo, ora, a trattare di una categoria di attori collaterali al mercato dell'arte, che risulta alquanto significativa pur non partecipando direttamente alle transazioni: quella delle fiere d'arte. Come affermato da Yogev e Grund (2012), "Le gallerie partecipano alle fiere in tutto il mondo [...] per espandere la rete di connessioni con altre gallerie di tutto il mondo.", di qui possiamo comprendere il ruolo pervasivo delle fiere ad ogni livello del mercato dell'arte. Dunque l'aspetto da porre immediatamente in rilievo, in quest'ottica, è quello della connessione che le fiere riescono a realizzare tra gli attori tipici del mercato dell'arte, rendendo possibile il contatto e la cooperazione tra loro. Le prime fiere nacquero proprio in zone periferiche, come Basilea e Colonia, per soddisfare l'esigenza di una maggior coesione e collaborazione tra professionisti del settore artistico. Il vero e proprio boom di fondazioni si ebbe negli anni Ottanta del secolo scorso, con la nascita di nuove fiere a Londra, New York e numerose altre città. La fiera, in quanto piattaforma pubblica verso la quale convergono direttori di musei, collezionisti, curatori, artisti, rappresenta innanzitutto un'occasione, per le gallerie che vi partecipano, per creare una solida reputazione, godendo della reciproca vicinanza con artisti famosi ed altre gallerie che partecipano alla fiera stessa.

In ultima istanza occorre evidenziare il ruolo dei musei nel tessuto sociale odierno, come centri essenziali di raccolta e di raccordo di artisti, opere d'arte e molto altro ancora, con finalità educative e culturali. Lo statuto dell'International Council of Museums definisce il museo "un'istituzione permanente, senza scopo di lucro, al servizio della società e del suo sviluppo. È aperto al pubblico e compie ricerche che riguardano le

testimonianze materiali e immateriali dell'umanità e del suo ambiente; le acquisisce, le conserva, le comunica e, soprattutto, le espone a fini di studio, educazione e diletto.”

### 2.2.1 *ART DEALERS*: UN NUOVO OLIGOPOLIO

Il mercante d'arte può essere considerato, a tutti gli effetti, un libero professionista poiché egli, liberamente, seleziona gli artisti dai quali rifornirsi e nei quali riporre la propria fiducia, per poi rivendere le opere da essi acquistate a case d'asta o a collezionisti privati. Data la relativa indipendenza dei *dealers* all'interno del mercato e data la natura della loro attività, essi realizzano un punto di contatto fondamentale tra differenti attori del mercato medesimo, quali gli artisti, i musei, i collezionisti e le case d'asta.

La loro operatività si sostanzia nell'acquisto delle opere d'arte direttamente dal produttore/artista e nella loro rivendita alle gallerie d'arte o ai collezionisti. Gli *art dealers* che lavorano nel mercato dell'arte contemporanea, invece, dispongono in genere di gallerie di loro proprietà, in cui le opere vengono esposte e vendute direttamente ai collezionisti interessati. In tal caso, i ricavi ottenuti dal *dealer* sono rappresentati da commissioni applicate sul prezzo di vendita.

Generalmente essi stipulano dei contratti con gli artisti prescelti, acquisendo il diritto sulla produzione che gli stessi realizzeranno in un periodo temporale predefinito. La caratterizzazione geografica e temporale di tali contratti rende quello dei *dealers* un vero e proprio oligopolio: essi arrivano a coprire ciascuno una propria zona di attività e, di conseguenza, acquisiscono un monopolio sul singolo artista, il quale non potrà stipulare contratti con altri *dealers* nella medesima zona e per il tempo in cui si è impegnato contrattualmente. La principale implicazione dell'esistenza di un oligopolio è rappresentata dagli accordi sui prezzi, in modo da massimizzare i profitti di tutti.

La tendenza evidenziatasi nel mercato dell'arte nell'anno 2016, come mostrato dalle statistiche dell'*Art Market Report* (TEFAF, 2017), è quella di una crescita dei profitti generati dai *dealers* pari al 20-25% rispetto al 2015. Si sta ponendo in essere, in quasi tutto il mondo, un'inversione di marcia significativa: i collezionisti preferiscono acquistare direttamente dai mercanti d'arte, piuttosto che partecipare ad aste pubbliche. Lo spostamento verso il settore privato è un fenomeno in crescita, dovuto essenzialmente alla ricerca, da parte dei clienti, dell'anonimato e della riservatezza. Il cambiamento che sta interessando la struttura del mercato dell'arte riguarda, per l'appunto, i canali di vendita, con uno spostamento dal pubblico al privato, ossia dalle case d'asta alle vendite private tramite i *dealers*. Chiaramente tutto ciò va ad acuire un problema che da sempre ed intrinsecamente caratterizza il mercato dell'arte, quale quello delle asimmetrie informative. Le case d'asta, infatti, offrono una maggior trasparenza di informazione sui prezzi e sul valore delle opere d'arte.

Tuttavia la figura del *dealer* facilita molto il processo di scambio, realizza un confronto diretto con gli attori coinvolti nella transazione, mettendo inoltre a loro disposizione un'esperienza e una conoscenza del settore prive di eguali.

Attualmente la forza del *dealer* risiede nella privacy e nell'anonimato che riesce ad assicurare ai clienti: tutto ciò è divenuto, oggi, un fattore critico di successo.

### 2.3 ART WEALTH MANAGEMENT E ART PHILANTHROPY

Un fenomeno di grandi dimensioni che sta interessando gli ultimi decenni è la proliferazione dei musei privati fondati da grandi collezionisti, che sono dunque in competizione con le grandi strutture pubbliche. Lo scopo primario è quello di individuare la correlazione del suddetto fenomeno con il tema del valore dell'arte.

In precedenza, questi facoltosi collezionisti privati venivano coinvolti dalle istituzioni d'arte pubbliche e la loro partecipazione si limitava al prestito o alla donazione di opere d'arte a musei e gallerie, oppure a donazioni in denaro ai medesimi enti, sempre nello spirito del contributo al mondo artistico e culturale in genere. Questa nuova generazione di filantropi, negli ultimi anni, ha voluto attuare una nuova forma di partecipazione al mercato, che prevede una estensione ed una intensificazione della presenza di tali soggetti tramite la fondazione di musei di proprietà nei quali esporre le opere già in loro possesso.

Si tratta di individui che acquistano oggetti d'arte per passione, ma considerano questi ultimi come componenti fondamentali del proprio portafoglio investimenti. In base ad una ricerca effettuata qualche anno fa (AXA Art, 2014), è stato delineato il profilo tipico dei collezionisti in questione, venendo a delinearsi la figura di un uomo di mezza età o più, con un'istruzione medio-alta. La sua collezione è composta prevalentemente da dipinti e sculture, in minori percentuali da altri beni da collezione come vini, ceramiche e porcellane, fotografie, ecc. Il periodo di riferimento è quello più recente, quindi sono presenti opere d'arte contemporanea, d'arte moderna e impressioniste. La ricerca ha poi individuato diversi stereotipi di collezionista, in funzione delle motivazioni che spingono all'acquisto: il primo gruppo è quello degli *aficionados*, che acquistano arte per passione e la cui vita è completamente immersa nell'arte; il secondo gruppo è quello dei tradizionalisti, che collezionano opere con l'intento di farne dei cimeli di famiglia da tramandare alle generazioni successive; il terzo gruppo è composto dagli investitori, i quali considerano i beni da collezione come *assets* di investimento per realizzare la diversificazione di portafoglio; nel quarto e ultimo gruppo confluiscono gli ibridi, le cui motivazioni non sono riconducibili ad un unico *driver*.

Dunque il collezionista di oggi è un attore importante nel mercato dell'arte, perché diventa parte attiva dell'ambiente artistico superando l'anonimato del collezionista privato. Passando alla dimensione pubblica, il filantropo è la nuova evoluzione del collezionista d'arte del primo Novecento.

Come affermato da Zorloni (2016) in un'intervista pubblicata da *Artribune*, esistono quattro orientamenti diversi nell'ambito dei musei privati fondati da singoli collezionisti, in funzione di differenti obiettivi perseguiti: un primo orientamento permea uno spirito educativo, ne è un esempio la Fondazione Sandretto Re Rebaudengo; il secondo è un modello imprenditoriale in cui il museo rappresenta un'attività commerciale; altro obiettivo può essere la riqualificazione di un territorio, scopo cui mira ad esempio la Fondazione Prada; fino ad arrivare al modello definito dalla stessa Zorloni "iconico", per il quale le strutture museali puntano ad ottenere la spettacolarità, come la Fondazione Louis Vuitton a Parigi.

Al di là degli svariati modelli motivazionali appena esaminati, la figura del collezionista-filantropo ha assunto un peso significativo per quanto riguarda l'influenza sui prezzi delle opere e sulle quotazioni dell'arte,

principalmente quella contemporanea. Ciò è possibile grazie al fatto che, generalmente, i collezionisti tendono a raccogliere opere di un medesimo artista, accrescendone automaticamente la popolarità e l'attrattività sul mercato. In tal modo viene ad instaurarsi una relazione tra la visibilità dell'artista e i prezzi delle sue opere, la quale è denominata "effetto *celebrity*" da Zorloni (2016). Dunque emerge chiaramente che, tramite il meccanismo appena descritto, anche i collezionisti sono in grado di influenzare il valore di un artista, per la dimensione e il ruolo assunti dagli stessi sul panorama artistico odierno.

#### 2.4 ANOMALIE E RISCHI SUL MERCATO DELL'ARTE

Il mercato dell'arte gode di alcune particolarità che lo contraddistinguono e lo differenziano da altri settori e che, inevitabilmente, implicano l'insorgere di alcune problematiche intrinseche cui non sempre è possibile dare soluzione.

Possiamo suddividere il ragionamento in macro-aree di dibattito, focalizzandoci in primo luogo sui costi ulteriori che l'acquisto di un'opera d'arte determina, oltre al pagamento del prezzo di vendita. Tali costi di transazione esistono per tutte le tipologie di *collectibles* e variano per ciascuna di esse; ad esempio nel mercato dell'arte una prima categoria fa riferimento alle commissioni caricate sul prezzo di vendita da parte delle case d'asta e dei *dealers*. Una seconda categoria di costi è attribuibile all'illiquidità che caratterizza il mercato dei beni da collezione in generale, ma più intensamente quello dell'arte: i beni in oggetto non sono venduti con elevata frequenza poiché non esiste un mercato in cui lo scambio possa avvenire velocemente, per le stesse caratteristiche di rarità e talvolta di unicità dei beni stessi. Ad esempio le case d'asta hanno necessità di organizzare le singole aste con un procedimento complesso che parte dall'autenticazione dell'opera e da una sua preliminare valutazione per poterne fissare il prezzo, per arrivare allo svolgimento dell'asta e all'aggiudicazione del pezzo in vendita, fino al trasporto dell'opera per la consegna. Anche qualora un collezionista non volesse rivolgersi al meccanismo delle aste pubbliche appena descritto, sarebbe eccessivamente oneroso cercare acquirenti privati disposti ad effettuare lo scambio. Una terza e ultima categoria di costi è abbastanza generica ed include tutti gli eventuali oneri a carico sia degli acquirenti sia dei venditori: ci riferiamo ai costi di assicurazione, di mantenimento, di trasporto, ecc.

Un secondo ordine di problemi, all'interno del mercato in questione, può provenire dalle asimmetrie informative esistenti tra acquirenti e venditori, che concorrono a ridurre la trasparenza e la liquidità del mercato. Le opere d'arte, in particolare quelle d'arte contemporanea, costituiscono beni il cui valore artistico ed economico è difficilmente determinabile: ciò comporta da un lato uno svantaggio per il pubblico dei collezionisti nell'attività di contrattazione, poiché gli stessi non hanno a disposizione strumenti di valutazione idonei, dall'altro lato si ha invece un vantaggio per *dealers* e case d'asta, che possiedono l'esperienza e le competenze necessarie per apprezzare correttamente il bene. Il problema non è di agevole risoluzione in quanto, nel settore dell'arte moderna ad esempio, i soggetti che eventualmente potrebbero fornire consulenze ai meno esperti del campo sono, tra l'altro, gli stessi *dealers*: da un lato proprietari delle gallerie, dall'altro

lato garanti della qualità e dell'autenticità delle opere vendute all'interno delle medesime gallerie. Questo farebbe ovviamente sorgere un conflitto di interesse.

I conflitti di interesse, infatti, si inseriscono in un'altra macro-area di problemi, di cui la tematica appena introdotta rappresenta solamente una sfaccettatura. Qui la soluzione dovrebbe discendere dal legislatore, poiché il tema ha principalmente a che fare con la regolamentazione del mercato. Il ruolo degli intermediari del mercato, in particolar modo dei *dealers*, resta infatti una zona grigia e priva di regole idonee. Anche il sistema di remunerazione su cui il mercato si basa, quello delle commissioni, non aiuta nella direzione dell'efficienza, al contrario, le commissioni applicate sui prezzi finiscono per essere fissate in modo del tutto arbitrario con il conseguente verificarsi del fenomeno di manipolazione dei prezzi.

Altra area di problemi da prendere in considerazione è quella che incide significativamente sulla fiducia dei consumatori-collezionisti verso il mercato dell'arte e, dunque, sulla credibilità del mercato presso il pubblico. Il primo punto da affrontare è quello della mancanza di trasparenza, da cui può nascere un clima favorevole per l'insorgere di problemi come la falsificazione ed altre attività illecite correlate. Tuttavia “[...] il mercato dell'arte ha sempre avuto una cultura di segretezza, che in molti modi contribuisce alla sua identità e unicità come industria.”, come nota Shindler (2016). Perciò lo stesso Shindler consiglia, anche a coloro che intendano mantenere riservate talune transazioni, di tutelarsi con tutti gli strumenti a disposizione: ad esempio richiedendo al venditore la documentazione circa la provenienza dell'opera, nonché la documentazione riguardo a importazioni ed esportazioni dell'opera e informazioni sulla sua storia precedente, se disponibile; oppure contattando fondazioni di artisti per acquisire informazioni sull'opera medesima. In sostanza è possibile coordinare la segretezza con la sicurezza della transazione, stipulando ad esempio degli accordi privati con il venditore.

Per quanto riguarda il tema dell'autenticazione, si tratta in buona sostanza di stabilire una diretta e sicura correlazione tra l'opera d'arte e il suo legittimo autore. L'autenticazione differisce, innanzitutto, dalla provenienza: quest'ultima indica la ricostruzione della catena dei precedenti proprietari fino a quello attuale, in tal senso la provenienza può altresì avvalorare l'autenticazione, ma non coincide con essa. L'autenticità, garantita da appositi certificati, ha effetti immediati sul mercato dell'arte e influenza significativamente il valore dell'opera. I meccanismi odierni di autenticazione si fondano sull'esistenza di gruppi di specialisti che si occupano di produrre un giudizio sull'autenticità delle opere d'arte loro sottoposte; molto spesso tali gruppi sono costituiti all'interno delle fondazioni di artisti e vengono chiamati in causa qualora una determinata opera d'arte non sia già catalogata in specifici registri. Tuttavia la materia dell'autenticazione rimane complessa e controversa: a tal proposito occorre immediatamente precisare che in Italia, ad esempio, non esiste alcun certificato ufficiale di autenticazione né alcun ente “certificatore”. Sappiamo, tra l'altro, che ai sensi dell'art. 2 del decreto 1062/1971, "Chiunque esercita una delle attività previste all'articolo 1 (ndr. Operatori del mondo dell'arte) deve porre a disposizione dell'acquirente gli attestati di autenticità e di provenienza delle opere e

degli oggetti ivi indicati, che comunque si trovino nell'esercizio o nell'esposizione. All'atto della vendita il titolare dell'impresa o l'organizzatore dell'esposizione è tenuto a rilasciare all'acquirente copia fotografica dell'opera o dell'oggetto con retroscritta dichiarazione di autenticità e indicazione della provenienza, recanti la sua firma". Tuttavia la legge non detta norme specifiche che indichino i soggetti competenti per l'autenticazione, ossia legittimati a rilasciare le autentiche. Per dare una soluzione a tale quesito si fa riferimento, fra le altre, alla legge sul diritto d'autore (Legge n. 633/41) e ai diritti morali d'autore (Pellegrino, 2016).

Una recente soluzione al problema dei falsi d'arte proviene dal mondo tecnologico ed è rappresentata dai cosiddetti "Smart tag", ossia dei marcatori di DNA sintetico: il progetto è stato lanciato nel 2015 dalla società londinese Tagsmart. La procedura prevede l'applicazione ad ogni opera di un contrassegno contenente un codice genetico proprio di quell'opera, contenuto in un'etichetta artificiale non rimovibile dall'opera stessa. In ogni caso, qualunque progetto di questo tipo dovrebbe essere supportato, a monte, da delle disposizioni normative, che risultano ad oggi ancora assenti.

In conclusione, tutte le problematiche insite nel mercato dell'arte hanno natura e origini differenti, perciò la loro risoluzione è demandata a meccanismi e sistemi altrettanto diversi.

### 3 IL VALORE DELL'ARTE

#### 3.1 IL VALORE DELL'OPERA D'ARTE: LE DINAMICHE E LE DETERMINANTI

La valutazione monetaria delle opere d'arte è un tema controverso e di non semplice comprensione, soprattutto in conseguenza del fatto che l'andamento dei prezzi, in questo mercato, non soggiace ai meccanismi descritti dalla teoria economica standard.

Il mercato dell'arte è un esempio di mercato per "beni unici" (Karpik, 2010), perciò risulta alquanto complesso attribuire loro un valore economico e giudicarne le performance in termini di rendimento finanziario. Questo vale ancor più per il segmento dell'arte contemporanea, in cui gli autori sono semi-sconosciuti sullo scenario artistico e il valore della loro produzione deve essere stimato *ex novo*.

Le opere d'arte, in particolare contemporanee, hanno un valore soggettivo, ma anche finanziario, entrambi declinati nel prezzo. Perciò i fattori che lo determinano possono essere distinti in fattori oggettivi e quantificabili da un lato e in fattori soggettivi dall'altro: i primi compongono il valore intrinseco del bene e si sostanziano in elementi come il soggetto dell'opera, la dimensione, la provenienza, l'epoca di realizzazione, la fama e la popolarità dell'artista; i secondi dipendono dal gusto estetico del collezionista e rappresentano il *quid* ulteriore che rende possibile la vendita di alcune opere a prezzi che, spesso, superano di gran lunga il valore intrinseco delle stesse.

Dunque è possibile stabilire un *range* di prezzo entro il quale è stimabile il valore di ogni lavoro, almeno per alcuni artisti e opere, riferendoci con tale *range* a quella parte oggettivamente quantificabile del prezzo. La somma in eccesso o in difetto rappresenta la misura del premio soggettivo e irrazionale inalienabile dal prezzo, a cui le stesse sono scambiate (Emmanuele, 2015). La percentuale quantificabile del prezzo cui ci si riferisce non include solamente parametri univocamente misurabili, come ad esempio la dimensione della tela di un dipinto, ma anche una serie di attributi stimabili attraverso un'approssimazione con dei valori numerici.

Da un altro punto di vista, possiamo affermare che gran parte del valore monetario complessivo di un'opera d'arte è data dal suo valore artistico, il quale è creato a partire da un processo intersoggettivo di stima delle opere e di conferimento della reputazione (Janssen 2001), cui partecipano numerosi soggetti come esperti, istituzioni ed altri veicoli propri del mondo dell'arte. La reputazione, intesa in tale ambito come concetto pluridimensionale, è percepita come un segnale di qualità dagli acquirenti e, conferendo all'opera il valore artistico, costituisce la base per la determinazione del valore economico delle opere d'arte.

Esaminando nello specifico il concetto di valore artistico, le sue determinanti risultano essere le seguenti: in primo luogo la reputazione acquisita dall'artista nel corso della sua carriera, che è funzione del numero di apparizioni a mostre e musei, della presenza nei cataloghi, dei riconoscimenti istituzionali ricevuti, dei prezzi realizzati dai suoi lavori e dell'importanza della galleria che lo rappresenta; secondariamente incontriamo i fattori tecnici e non tecnici che caratterizzano la specifica opera, quali il supporto materiale e la tecnica usati per la realizzazione, le dimensioni dell'opera, il soggetto rappresentato, la provenienza, lo stato di conservazione, l'apposizione della firma, la garanzia di autenticità e l'appartenenza ad una collezione; il terzo

elemento è dato dalla reputazione dei *dealers* che hanno accompagnato l'artista nella promozione della propria arte e dalla capacità di costoro di controllare l'offerta e creare la domanda in diverse fasi di mercato, nonché dalla loro capacità di creare tendenze verso artisti e correnti; in ultima istanza, come determinante del valore artistico, occorre menzionare un aspetto collaterale e non sempre evidente ai fini della valutazione, quale lo sviluppo dell'infrastruttura culturale di un certo luogo (Zorloni, 2005): è un esempio della sua rilevanza il caso italiano di scarso sviluppo della suddetta infrastruttura e del ruolo marginale rivestito dagli artisti italiani sullo scenario internazionale.

Tutti questi fattori concorrono a determinare la reputazione complessiva, e quindi la qualità, attribuite ad un determinato artista e alle sue opere. La reputazione, dunque, rimane il fulcro del problema della valutazione: ad esempio, la limitazione dell'offerta causata dalla morte di un artista non ha di per sé un impatto sui prezzi delle sue opere; mentre la morte dell'autore e la conseguente limitazione dell'offerta, qualora la sua reputazione sia già consolidata, diviene un evento significativo che contribuisce a incrementare il valore delle opere (l'artista deceduto non potrà più produrre e, essendo fisso e limitato il numero delle opere già in circolazione, ne aumenta il valore).

L'analisi della reputazione/qualità degli artisti si scontra con l'incertezza riguardante la quantificazione del valore artistico del bene. Tale incertezza deriva dalla non perfetta capacità di stimare la qualità delle opere e, di conseguenza, il giusto prezzo da pagare per il loro acquisto. Gli acquirenti assumono, infatti, un rischio, tanto più consistente in fase di mercato primario nel quale avviene il primo scambio e nel quale non esistono precedenti transazioni per poter effettuare comparazioni di prezzo. Per queste ragioni l'incertezza deve essere ridotta il più possibile.

La qualità di un'opera è definita dalle sue proprietà, per tali intendendo non gli aspetti materiali dell'opera stessa, né le condizioni economiche generali, bensì le forme simboliche di riconoscimento e reputazione (Beckert & Rössel, 2013). Tali proprietà comunicano all'esterno la qualità dei beni artistici.

I segnali di qualità, che si sostanziano in quelle che sono le componenti della reputazione artistica, dipendono dal giudizio che vari attori del mercato esprimono nei confronti di un artista e, maggiore è la condivisione di tale giudizio, maggiore è la correttezza della qualità percepita. I *players* da cui proviene il giudizio sulla qualità sono le gallerie, i critici, la televisione e in generale tutte le istituzioni del mondo dell'arte: grazie al processo di legittimazione messo in atto e che investe taluni artisti, derivano per costoro quotazioni più alte sui mercati primario e secondario.

A tal proposito, possiamo fare una precisazione in merito alla sostanziale differenza di prezzo esistente tra il mercato primario e il mercato secondario, in funzione del diverso grado di reputazione raggiunto dall'artista nelle due fasi: nel mercato primario i prezzi crescono gradualmente e di pari passo con lo sviluppo della carriera degli artisti, risultando dunque più bassi rispetto al mercato secondario; in questa seconda fase, infatti, gli indicatori di reputazione hanno un impatto più decisivo e concorrono ad aumentare i prezzi in modo più marcato. Inoltre, nel mercato secondario si accentuano le differenze di prezzo tra le opere di uno stesso artista,

come dimostra uno studio empirico effettuato da Beckert e Rössel (2013), a partire da raccolte dati sulle vendite all'asta e al dettaglio. Nello studio vengono considerati come indicatori di reputazione alcune variabili: lunghezza della carriera degli artisti, reputazione delle gallerie, consapevolezza dell'artista da parte dei media, premi ottenuti, partecipazione a scuole artistiche. I risultati evidenziano in fase di mercato primario, dall'analisi dei prezzi praticati dalle gallerie, una relativa omogeneità di prezzo tra le opere di un singolo artista e delle disuguaglianze di valore tra artisti diversi; mentre dall'osservazione dei prezzi all'asta, e quindi in fase di mercato secondario, emerge un divario significativo tra i prezzi delle opere prodotte da un medesimo artista, indice della formazione di preferenze più indirizzate da parte dei collezionisti. Ne possiamo dedurre che i meccanismi di prezzo tra mercato primario e secondario divergono tra loro in modo considerevole.

Riprendiamo, ora, in esame il concetto di mercato per "beni singoli" già espresso in precedenza. L'analisi degli indici aggregati di prezzo, elaborati dai vari istituti di ricerca, non consente di mettere in luce tutte le dinamiche del meccanismo di formazione di tali prezzi; perciò con qualche leggera forzatura bisogna pensare ad ogni opera d'arte come ad un mercato a sé stante e, dunque, potrebbe risultare utile adottare una prospettiva mirata, in modo da rintracciare le variazioni di prezzo mascherate dalla tendenza generale suggerita dagli indici. Per raggiungere tale obiettivo possiamo servirci del metodo Hedonic Price Indices il quale, insieme ad altre metriche sviluppate per la stima degli indici di prezzo, è stato impiegato da molteplici studiosi per analizzare i rendimenti delle opere d'arte.

In questo contesto il modello della regressione edonistica, che verrà presentato analiticamente nel prosieguo, mette in luce le proprietà che maggiormente incidono sui prezzi delle opere e permette di stimare dei coefficienti che esprimono una sorta di "elasticità di prezzo", ossia la misura in cui varia il prezzo al variare della singola caratteristica del modello. Dunque il problema valutativo, in tal senso, può essere esplorato da una prospettiva di utilità economica del consumatore-collezionista. Le caratteristiche da inserire nel modello possono essere proprietà fisiche dell'opera (dimensione, materiali, mezzo), caratteristiche dell'artista (misure della reputazione, falsi esistenti) o caratteristiche della vendita (casa d'asta, galleria, periodo di vendita). Tuttavia, lo stesso modello maschera un ulteriore e fondamentale aspetto, cioè la struttura delle preferenze esistenti per le singole opere d'arte.

Per comprendere meglio in che modo quest'ultimo fattore si inserisca nel tema della valutazione, possiamo ricorrere al modello del "dividendo emozionale" (Lovo & Spaenjers, 2014), il quale mostra analiticamente in che modo è scomponibile il prezzo di un'opera d'arte.

I dividendi emozionali possono essere considerati come i benefici futuri affluenti al possessore dell'opera d'arte, per ogni periodo di detenzione della stessa, i quali possono essere attualizzati all'epoca di acquisto per ottenere il prezzo che l'acquirente è disposto a pagare per ottenere i suddetti benefici. Questo valore attuale va a costituire il cosiddetto valore privato attribuibile al bene. A quest'ultimo va aggiunto il valore derivante dalla rivendita successiva dello stesso.

In termini formali:

$$PV_{i,t} = PV(\text{dividendo emozionale})_{i,t \rightarrow t'} + PV(\text{ricavo di rivendita})_{t'}$$

dove  $t$  è l'epoca d'acquisto;  $t'$  è l'epoca ottima di rivendita successiva a  $t$ .

Il dividendo emozionale, ossia il primo membro dell'equazione, dipende dalle preferenze individuali dell'acquirente e, ovviamente, dalla sua ricchezza finanziaria.

Il secondo membro dell'equazione, che si riferisce ai ricavi attesi dalla vendita dell'opera, è endogeno alla distribuzione dei dividendi emozionali e dipende, essenzialmente, dal valore che l'opera acquisisce nel tempo in termini di reputazione percepita dall'insieme di possibili acquirenti ed è, quindi, inteso come valore comune a più soggetti. Questa parte dell'equazione, dunque, quantifica quello che prima è stato denominato valore artistico dell'opera, trasmesso all'esterno tramite dei segnali di qualità ed indicatore principe della reputazione. Per quanto riguarda le preferenze, che rientrano nel primo membro dell'uguaglianza, esse sono di natura diversa e questo le rende difficilmente valutabili, tuttavia sembra che i gusti estetici non siano altamente variabili come si potrebbe immaginare (Graddy, 2013). Invece le variazioni di ricchezza a livello globale fungono da consistente spinta per i prezzi delle opere d'arte.

### 3.2 MODALITÀ DI *BUYING-SELLING*

È innegabile il fatto che artisti, gallerie e case d'asta seguano differenti meccanismi di determinazione dei prezzi, anche in ragione delle diverse finalità perseguite da ciascuno e delle modalità di vendita poste in essere.

Il *modus operandi* odierno degli artisti è più o meno costante, salvo piccole varianti dettate dalle peculiarità del percorso di ognuno: essi si rivolgono dapprima a galleristi e *dealers* per l'ingresso iniziale nel mercato e in seguito, se la loro produzione artistica riscuote successi, questa passa al mercato secondario del circuito delle aste. In alternativa alcuni artisti effettuano vendite dirette dei propri lavori, senza servirsi di intermediari: il metodo di vendita è quello della contrattazione diretta con il collezionista, il quale è avvantaggiato dall'assenza di commissioni ulteriori sul prezzo di vendita; d'altro canto, in queste circostanze l'incontro tra domanda e offerta non è agevole a causa dello scarso numero di artisti che decide di operare in tal modo, trattandosi prevalentemente di autori estromessi o rimasti esclusi dai circuiti classici delle gallerie e delle case d'asta. Per cui, in coerenza con quanto affermato relativamente al concetto di reputazione, il valore artistico delle loro opere risulterà piuttosto basso, come lo saranno i prezzi di vendita e questo sarà motivo di scarsa attrazione per i collezionisti di fama e livello affermati.

Le case d'asta possono operare secondo diverse modalità, ma l'obiettivo rimane in ogni caso quello di vendere al prezzo più alto ottenibile sul mercato, massimizzando i profitti delle singole vendite.

Le modalità d'asta utilizzate sono essenzialmente due: l'asta *first-price sealed-bid* e l'asta all'inglese. Con il primo meccanismo i partecipanti esprimono un unico prezzo segreto ed il lotto è aggiudicato all'offerente migliore, ossia colui che ha proposto il prezzo più alto che, così, non viene comunicato all'esterno.

Nell'asta all'inglese, invece, il banditore comunica il prezzo di partenza del lotto in vendita e i partecipanti possono effettuare dei rilanci pubblici proponendo prezzi sempre maggiori, finché il banditore non proclama l'aggiudicazione del lotto in corrispondenza dell'ultimo rialzo.

In entrambe le tipologie di asta, se il prezzo di aggiudicazione risulta inferiore al cosiddetto "prezzo di riserva", fissato segretamente dal venditore e coincidente con il prezzo ritenuto giusto per quel determinato oggetto, il bene non viene venduto. In tal caso, l'opera rimasta invenduta si svaluterà nelle aste successive e tale conseguenza negativa è denominata *burned painting anomaly* (Ekelund, Jackson & Tollison, 2017).

Le modalità operative seguite dalle gallerie si proiettano, innanzitutto, in un orizzonte di lungo periodo, poiché l'interesse è focalizzato sulle quotazioni degli artisti nel medio-lungo termine, le quali costituiscono in buona sostanza un indice di reputazione della galleria e di qualità del suo operato.

Le vendite, con l'intermediazione dei *dealers*, avvengono tramite contrattazioni private, a partire dalla proposizione di un prezzo base al probabile acquirente. Il prezzo di partenza è funzione della reputazione della galleria medesima, che si estrinseca tramite segnali di qualità del personale e del sistema complessivo; l'ammontare ulteriore di prezzo si forma con i cosiddetti *pricing script*: un insieme di regole condivise anche da altre gallerie, in maniera tacita, per la determinazione dei prezzi, facenti leva su aspetti come la reputazione e la quotazione degli artisti, le caratteristiche specifiche dell'opera d'arte in vendita e le cosiddette *sell-out situations*, ovvero degli eventi nella vita dell'artista che concorrono ad incrementare il valore delle sue opere per la rilevanza che assumono.

Tuttavia esistono delle differenze, da galleria a galleria, per quanto riguarda l'applicazione dei *pricing script*. Possiamo distinguere, in merito, due tipi di gallerie: le prime sono denominate gallerie d'avanguardia, tese a promuovere artisti emergenti e correnti nuove nel mercato dell'arte; le seconde sono le gallerie commerciali o speculative, in riferimento alla loro primaria finalità di ottenere profitti nel breve periodo. Le gallerie d'avanguardia applicano i *pricing script* sulla base dell'evoluzione della domanda: dunque saranno applicati prezzi maggiori se si trova riscontro in una crescita della domanda da parte dei collezionisti. Le gallerie commerciali, al contrario, cercano di praticare prezzi più alti a prescindere dall'andamento della domanda, premendo sul tasto della carriera dell'artista e puntando, dunque, su campagne di marketing piuttosto aggressive per la sua promozione. All'aumento dei prezzi potrebbe seguire un aumento della domanda, come conseguenza del fatto che il prezzo è il principale indicatore della qualità dell'opera e della reputazione del suo autore.

In ogni caso, nonostante le divergenze operative, i sistemi delle vendite all'asta e delle gallerie sono interdipendenti tra di loro, poiché la vendita all'asta costituisce un indicatore pubblico del valore di un artista

e, di conseguenza, maggiore sarà il prezzo di aggiudicazione all'asta, maggiori saranno le quotazioni dell'artista e quindi il valore del portafoglio di opere detenuto sia dalle gallerie, sia dalle case d'asta. (Guenzi, 2014).

### 3.3 INDICI DI PREZZO

Gli indici di prezzo rappresentano una modalità per misurare, in maniera aggregata, il valore di opere d'arte, artisti e correnti artistiche.

Tuttavia, le anomalie e i problemi già incontrati nel mercato dell'arte rendono difficoltosa anche la costruzione di tali indici: ad esempio l'illiquidità del mercato, la limitazione dell'offerta, la mancanza di parametri oggettivi per la stima dei prezzi.

Un indice di prezzo può essere utile per svariate applicazioni: in primo luogo esso è in grado di misurare la tendenza generale del mercato dell'arte in termini di rendimento e rende possibile il suo confronto con altre *asset classes*; secondariamente un indice di prezzo fornisce una misura precisa della volatilità del mercato dell'arte attraverso la sua correlazione con altri strumenti finanziari; in terzo luogo consente di esaminare l'influenza sui prezzi da parte dei maggiori fattori sociali ed economici; in ultima istanza un indice di prezzo costituisce un mezzo per stimare il valore delle opere d'arte e tracciarne i loro rendimenti.

Per poter soddisfare tali esigenze, ed essere dunque significativo, un indice dovrebbe soddisfare alcuni requisiti: il primo requisito è la replicabilità, ottenibile se l'indicatore di prezzo è costruito sulla base di informazioni pubblicamente disponibili; il secondo requisito è la rappresentatività, strettamente connessa alla necessità di considerare un campione di dati il più possibile rappresentativo dell'intero mercato dell'arte o del segmento che si vuole descrivere; la terza prerogativa è la capacità, riferita al potenziale valore delle vendite che sono effettuate nel mercato.

Inoltre, affinché un indice possa mantenere la sua efficacia nel tempo, sarebbe opportuno evitare errori di selezione dei dati per la composizione del campione e bisognerebbe aggiornare continuamente tali dati in modo da mantenere intatta la rappresentatività dell'indice.

#### 3.3.1 MODALITÀ DI COSTRUZIONE DEGLI INDICI DI PREZZO

Le principali metodologie utilizzate per costruire gli indici di prezzo nel mercato dell'arte sono quattro: la media geometrica, il prezzo medio, la regressione sulle vendite ripetute (Repeat-Sales Regression, in sigla RSR), la regressione edonistica (Hedonic Price Indices).

A queste si aggiunge una quinta metrica, di semplice comprensione e utilizzo, sviluppata da Charlin e Cifuentes (2014), chiamata Artistic Power Value (APV).

Le metodologie più comunemente utilizzate per costruire un indice sono, però, soltanto due: la Repeat-Sales Regression, che utilizza le coppie di prezzi di beni venduti, appunto, in due distinti momenti entro un dato orizzonte temporale, e la Hedonic Price Indices, che considera i prezzi di tutte le transazioni – anche singole -

disponibili per ciascun bene ed è strettamente legata alle caratteristiche che descrivono i beni oggetto di vendita.

Come appare evidente, l'applicazione del primo metodo è fortemente vincolata alla numerosità del campione, infatti non per tutte le opere d'arte è disponibile una coppia di prezzi riferiti a due distinte transazioni, poiché molte opere non sono oggetto di rivendita nel periodo di tempo considerato per l'elaborazione dell'indice. Mentre l'impiego della seconda modalità discende dalla possibilità di descrivere gli oggetti d'arte in vendita attraverso alcune caratteristiche rilevanti.

È stato anche elaborato un modello ibrido, frutto della combinazione dei due precedentemente illustrati. Gli studi effettuati da Chanel, Gérard-Varet e Ginsburgh (1996) evidenziano la stretta correlazione tra i tre approcci nel lungo periodo.

Passiamo ad approfondire, in prima istanza, il modello della regressione edonistica, il quale consente di tracciare le variazioni di prezzo delle opere d'arte in funzione del mutamento di alcune loro caratteristiche distintive. La tecnica mira a stimare dei coefficienti che rivelino il grado di correlazione esistente tra queste caratteristiche e il prezzo dell'opera *k-esima* ad una certa data.

Supponendo di voler stimare il prezzo di un dipinto *k* al tempo *t*, l'equazione risulta la seguente:

$$p_{kt} = f(x_{1,kt}, x_{2,kt}, \dots, x_{m,kt}, t) \quad (1)$$

dove  $p_{kt}$  è il prezzo del dipinto *k* venduto al tempo *t*;  $x_{i,kt}$  (con  $i = 1, 2, \dots, m$ ) sono le *m* caratteristiche che descrivono il dipinto venduto; *t* è l'epoca della vendita.

La funzione  $f(\cdot)$  è data dal prodotto di tre termini: il primo misura l'influenza delle *m* caratteristiche sul prezzo; il secondo termine è riconducibile ad un effetto di mercato al tempo *t*; il terzo ed ultimo è un termine di errore casuale che include componenti ed effetti del dipinto stesso o del tempo non osservabili e non misurabili.

Utilizzando il logaritmo dei prezzi, possiamo riscrivere l'equazione (1) nel seguente modo alternativo:

$$\ln p_{kt} = a(x_{1,kt}, \dots, x_{m,kt}) + b(t) + \varepsilon_{kt}, \quad (2)$$

Dove  $a(\cdot)$  è una funzione delle specifiche caratteristiche stabile nel tempo;  $b(t)$  è un effetto di mercato sul prezzo;  $\varepsilon_{kt}$  è un termine di errore.

Per semplicità, possiamo riscrivere la (2) come:

$$\ln p_{kt} = \sum_{i=1}^m a_i x_{i,kt} + b(t) + \varepsilon_{kt}, \quad (3)$$

dove differenti valori del termine  $b(t)$  possono essere considerati come una crescita lineare dei prezzi:

$$b(t) = \beta t, \quad (4)$$

oppure:

$$b(t) = \sum_{t=\tau_0}^{\tau_1} \beta_t \delta_t, \quad (5)$$

dove  $t$  indica l'anno e  $\delta_t$  è una variabile fittizia che assume valore 1 per vendite verificate all'anno  $t$  e 0 altrimenti; mentre  $\tau_0$  e  $\tau_1$  rappresentano il primo e l'ultimo anno del campione per i quali risultano disponibili le osservazioni. La sequenza di  $\beta_t$  nella (5) conduce ad un indice annuale di prezzi.

La relazione può essere utilizzata per suddividere il prezzo del dipinto in due fattori: da un lato la parte attribuibile al dipinto stesso, date le sue caratteristiche; dall'altro lato la parte attribuibile al tempo.

Il coefficiente di regressione  $a_i$  può essere interpretato come l'effetto marginale di una variazione della caratteristica  $i$  sul logaritmo del prezzo. Il coefficiente in questione è anche denominato "prezzo implicito" della caratteristica  $i$ , poiché fornisce la variazione del prezzo per una data variazione della caratteristica.

Le equazioni (2) e (3) suggeriscono che il prezzo del dipinto  $k$  deve essere anche correlato alla valutazione implicita che il mercato effettua per le singole caratteristiche dello stesso. L'assunzione di base, per le due equazioni citate, è quella per cui i prezzi impliciti delle caratteristiche rimangano costanti nel tempo; tuttavia nel lungo periodo i gusti e le preferenze mutano e, di conseguenza, cambia anche la valutazione delle caratteristiche da parte del mercato. La funzione  $b(t)$ , infatti, mostra come i prezzi si aggiustano nel corso del tempo.

Riguardo all'efficacia del metodo appena descritto è possibile constatare, in accordo con Chanel, Gérard-Varet e Ginsburgh (1992), che la tecnica della regressione edonistica porta a dei risultati non distorti e maggiormente precisi, perché prende in considerazione in un dato intervallo temporale tutte le osservazioni disponibili del campione.

Con un esempio possiamo mostrare l'applicazione del metodo Hedonic Price Indices. A tal fine, facciamo riferimento allo studio empirico degli stessi Chanel, Gérard-Varet e Ginsburgh (1994) per la costruzione di due indici: un primo indice costruito a partire da un campione di ottanta artisti nati dopo il 1830 e un secondo indice basato su un sotto-campione del primo e costituito da soli trentadue artisti. È stato dimostrato che la differenza tra i campioni è trascurabile, cosicché il sotto-campione può essere considerato rappresentativo del campione complessivo. L'indice di prezzo per ciascun intervallo unitario di tempo (l'anno) è costruito a partire dall'equazione (3). Le caratteristiche incluse nel modello sono: la dimensione del dipinto (altezza, larghezza, superficie), la sala di vendita all'asta, il nome dell'artista e alcune variabili che catturano la tendenza del tempo. L'indice di prezzo così costruito consente di prezzare i trentadue artisti a partire dai coefficienti  $a_i$  corrispondenti ai nomi degli artisti.

Nella Tabella 1 possiamo osservare i valori assunti dall'indice in due periodi differenti, considerando Renoir come *benchmark*, il cui prezzo è stato normalizzato a 100.

Painter	1860–1969	1962–1988
Bonnard	55	66
Braque	64	76
Cézanne	164	184
Chagall	34	93
Degas	94	90
Derain	26	14
De Stael	22	30
Dufy	25	30
Ernst	14	31
Gauguin	72	125
Gris	37	88
Kandinsky	24	80
Klee	31	75
Lautrec	65	72
Léger	21	45
Manet	83	132
Matisse	70	114
Miro	20	43
Modigliani	59	150
Monet	78	133
Picasso	67	90
Redon	24	46
Renoir	100	100
Rouault	38	49
Rousseau	29	66
Seurat	93	388
Soutine	34	47
Utrillo	29	38
Van Dongen	18	30
Van Gogh	117	213
Vlaminck	25	31
Vuillard	35	32

Tabella 1: Classifica relativa dei 32 pittori (Renoir = 100). (Fonte: Chanel, Gérard-Varet, Ginsburgh, 1994).

L'obiettivo di ottenere una stima affidabile e non distorta può essere raggiunto fronteggiando, inizialmente, alcune problematiche presenti nei modelli di stima ad equazione singola, come la eteroschedasticità che ha incidenza sui termini di errore del modello, la multicollinearità tra le variabili, la scelta della funzione da utilizzare, la scelta delle caratteristiche (le variabili indipendenti).

Innanzitutto risulta fondamentale la scelta delle caratteristiche edonistiche più adeguate, per far sì che l'eterogeneità del campione di vendite non contamini la costruzione stessa dell'indice: a tal fine Sagot-Duvaurox (2003) indica per le opere d'arte alcuni fattori che esprimono il loro valore: il nome dell'autore, la provenienza, le tecniche, il soggetto dell'opera, il supporto fisico, le dimensioni, il luogo della vendita. In ogni caso, un insieme povero di caratteristiche o un insieme che non includa quelle più importanti può condurre a delle stime distorte.

Per quanto riguarda la forma funzionale, Cropper, Deck e McConnell (1988), attraverso numerose simulazioni Monte Carlo, sono arrivati alla conclusione che la funzione lineare Box-Cox è la migliore per stimare un indice di prezzo più corretto possibile.

Passiamo ora a descrivere nel dettaglio l'altro metodo di frequente utilizzato per la stima degli indici di prezzo, quale il Repeat-Sales Regression.

In primo luogo precisiamo nuovamente che i dati relativi a numerose transazioni, come quelle realizzate presso le gallerie d'arte o direttamente dagli artisti, non sono resi pubblici e non sono facilmente ottenibili. Invece i prezzi delle vendite all'asta sono pubblicamente disponibili e reperibili da cataloghi redatti dalle stesse case d'asta.

Il metodo Repeat-Sales Regression considera il prezzo di acquisto e il prezzo di rivendita di uno stesso bene per stimare le fluttuazioni di valore della categoria di *assets* cui il bene appartiene, lungo un dato orizzonte temporale (Mei & Moses, 2002).

La regressione sulle vendite ripetute, che d'ora in poi indicheremo con la sigla RSR, è stata applicata al mercato dell'arte da Anderson (1974), Goetzmann (1993) e Pesando (1993).

Lo svantaggio fondamentale risiede nel fatto che la raccolta di dati di partenza è molto ridotta rispetto a quella utilizzata dal modello edonistico, poiché non per tutte le opere si verifica la rivendita successiva al primo acquisto.

Illustreremo, ora, analiticamente la metrica RSR. Il rendimento composto in modo continuo di un certo bene  $i$  all'epoca  $t$ ,  $r_{i,t}$ , può essere rappresentato da due fattori: il rendimento composto continuamente di un indice di prezzo d'arte e un termine di errore:

$$r_{i,t} = \mu_t + \eta_{it} \quad (1)$$

dove  $\mu_t$  può essere considerato il rendimento medio durante il periodo  $t$  dei dipinti in portafoglio. Il secondo termine dell'addizione rappresenta un termine di errore. È necessario utilizzare i dati di vendita per singoli dipinti per stimare l'indice  $\mu$  in diversi intervalli di tempo  $t = 1, \dots, T$ .

Qui  $\mu$  è un vettore T-dimensionale i cui elementi individuali sono  $\mu_t$ .

I dati osservati consistono in coppie di prezzi di acquisto e vendita,  $P_{i,b}$  e  $P_{i,s}$ , di singoli dipinti compresi nell'indice. Indicheremo le date di acquisto e vendita con  $b_i$  e  $s_i$ .

Dunque, il prezzo registrato per il dipinto  $i$ , tenuto dall'acquirente per il periodo di tempo intercorso tra la data di acquisto  $b_i$  e la data di vendita  $s_i$ , può essere espresso come:

$$r_i = \ln\left(\frac{P_{i,s}}{P_{i,b}}\right) = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} r_{i,t} = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \mu_t + \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \eta_{i,t}, \quad (2)$$

dove  $\mathbf{r}$  rappresenta il vettore N-dimensionale del prezzo relativo alle N osservazioni di vendite ripetute. Il metodo dei minimi quadrati applicato alla forma

$$\hat{\mu} = (X'\Omega^{-1}X)^{-1}X'\Omega^{-1}\mathbf{r} \quad (3)$$

fornisce la stima della massima probabilità di  $\mu$ , attraverso la stima dei coefficienti di regressione.  $X$  è una matrice  $N \times T$ , che ha una riga di variabili fittizie per ogni dipinto nel campione e una colonna per ogni intervallo

di partecipazione.  $\Omega$  è una matrice di ponderazione, i cui pesi possono rappresentare i periodi di tempo tra le due differenti transazioni (Goetzmann, 1993) oppure potrebbero essere basati sulle stime degli errori con una procedura di stima a tre fasi.

Prescindendo, ora, dai dettagli della dimostrazione del modello, possiamo discutere delle criticità riguardanti il metodo RSR. In fase di selezione dei dati si ha una prima distorsione, perché l'insieme delle osservazioni include solamente i dipinti, o in generale i beni, venduti più di una volta. Ma si è consapevoli del fatto che le opere d'arte il cui valore, ad esempio, crolli drasticamente non saranno vendute nuovamente all'asta, lo stesso vale per quelle opere il cui valore salga eccessivamente, rimanendo così escluse dal campione le osservazioni agli estremi della distribuzione, cioè valori troppo alti o valori troppo bassi.

Un altro problema viene ad evidenza durante le crisi recessive: in queste fasi di mercato, il numero di vendite all'asta tende in genere a ridursi, peggiorando l'illiquidità sistemica del mercato dell'arte. Il risultato è un minor numero di transazioni e, di conseguenza, margini di errore maggiori nelle stime dei prezzi e dei rendimenti. Questo vale ancor più per l'utilizzo del RSR, costruito a partire da un campione già scarsamente numeroso.

Un ulteriore problema, tra i più seri, è l'insorgere di una auto-correlazione negativa, la quale può essere risolta attraverso una regressione bayesiana, imponendo dunque la distribuzione normale, identica ed indipendente dei termini di errore (Goetzmann, 1992).

La terza metrica che prenderemo in considerazione è costituita dall'indicatore Artistic Power Value (APV). Quest'ultimo si basa sull'assunto che l'opera d'arte sia, in sostanza, un bene bi-dimensionale e, in quanto tale, il suo prezzo possa essere stimato per unità di area. La finalità è quella di rendere più efficace la valutazione e la comparazione tra opere d'arte, fornendo un indice semplice da interpretare e utilizzare, nonché da costruire.

La selezione degli artisti è piuttosto arbitraria, non si ha alcun interesse a tenere conto di aspetti qualitativi né delle opere né degli artisti. Per la costruzione dell'indice si preferiscono raccolte dati molto numerose e distribuite su lunghi periodi di tempo.

La distribuzione dell'indice non è normale, infatti gli studiosi che hanno sviluppato la metrica mostrano con delle chiare statistiche, osservabili in Figura 4, che la media aritmetica dell'indice è sempre maggiore della mediana.

	Dataset: A	Dataset: B	Dataset: C
Artist	Pierre-Auguste Renoir	Henri Matisse	Impressionists group
Born–Died	1841–1919	1869–1954	NA
Number of Sales	1,818	441	2,115
Period of Sales	Mar 1985–Feb 2013	May 1960–Nov 2012	Mar 1985–Feb 2013
Geometric Mean APV (US\$/cm <sup>2</sup> )	399	356	312
Median APV (US\$/cm <sup>2</sup> )	377	308	311
Average APV (US\$/cm <sup>2</sup> )	646	803	537
Standard Deviation (US\$/cm <sup>2</sup> )	1,331	1,332	786
Coefficient of Variation	2.06	1.66	1.46
Skewness	15.56	3.87	4.86
Kurtosis	344.06	19.83	31.87
Jarque-Bera	9,040,581.38	8,328.44	97,801.30
JB <i>P</i> -value	0.000	0.000	0.000

Figura 4: Descrizione dei tre gruppi di dati utilizzati per lo sviluppo dell'indice APV e statistiche chiave. (Fonte: Charlin & Cifuentes, 2014).

Poiché la distribuzione di frequenze non è di tipo normale, è preferibile effettuare confronti tra i dati del campione comparando tra di loro le mediane, utilizzando il test Price-Bonett di stima della varianza per le mediane. In Figura 5, i valori mediani sono riportati lungo la diagonale, a partire dai valori in alto a sinistra. Ogni valore all'interno della tabella è dato dalla differenza tra la mediana APV dell'artista della colonna medesima e la mediana APV dell'artista della riga corrispondente. Ad esempio, l'APV mediano di Monet eccede l'APV mediano di Renoir per un ammontare pari a  $411 - 377 = 34$  US\$/cm<sup>2</sup>.

Median APV (diagonal) Difference Between Medians (off-diagonal) (US\$/cm <sup>2</sup> )	Henri Matisse <sup>a</sup>	Paul Gauguin	Claude Monet	Pierre-Auguste Renoir	Camille Pissarro	Alfred Sisley	Paul Signac	Odilon Redon
Henri Matisse <sup>a</sup>	513							
Paul Gauguin	NS	465						
Claude Monet	102**	NS	411					
Pierre-Auguste Renoir	136***	88*	34*	377				
Camille Pissarro	175***	127**	73***	39***	338			
Alfred Sisley	200***	152**	98***	64***	25*	313		
Paul Signac	311***	263***	209***	175***	136***	111***	202	
Odilon Redon	395***	347***	293***	259***	220***	195***	84***	118

<sup>a</sup>Median calculated from sales from 1985–2012 only.

NS = Not Significant.

\* $p < 0.10$ ; \*\* $p < 0.05$ ; \*\*\* $p < 0.01$ .

Figura 5: Confronti tra APV mediani per la raccolta dati “Tutti gli artisti” (solo vendite tra il 1985 e il 2012). (Fonte: Charlin & Cifuentes, 2014).

La particolarità di questo metodo risiede nel fatto che la serie di valori mediani APV può essere posta in funzione di alcune caratteristiche delle opere d'arte: l'epoca di esecuzione, l'orientamento della tela (orizzontale o verticale), il soggetto rappresentato nell'opera (persone, paesaggi, nature morte, ecc).

### 3.4 PERFORMANCE E RENDIMENTI NEL MERCATO DELL'ARTE

Investire in arte richiede di certo una profonda conoscenza del mercato, in tutte le peculiarità che gli sono proprie e nei rischi ad esse connessi, tra cui ad esempio la possibile re-attribuzione successiva dell'opera d'arte ad un artista diverso e il rischio di deterioramento dovuto alla materialità del bene (Worthington & Higgs, 2004).

Diversi studiosi hanno indagato gli aspetti più rilevanti dell'investimento in arte, ognuno prediligendo un proprio approccio di raccolta dati, di misurazione e di analisi dei risultati. Molti di essi sono giunti a concludere che, nel lungo periodo, le opere d'arte come *assets* di investimento non sono in grado di realizzare performance superiori a quelle di attività come le azioni o i titoli di Stato, tuttavia è stata spesso confermata la presenza di una bassa correlazione tra i rendimenti degli *assets* appena citati.

Dunque il punto di partenza della nostra indagine circa le performance dell'investimento in arte sarà, appunto, il grado di correlazione esistente tra l'*asset* arte e le categorie tradizionali di attività. Un utile contributo proviene dalle statistiche elaborate da Renneboog e Spaenjers (2013), che è possibile osservare in Figura 6.

Innanzitutto, dalla prima tabella si evince chiaramente che, nel lungo periodo, l'indice artistico ottiene performance inferiori alle azioni: infatti l'indice d'arte si apprezza solo del 3,97% rispetto allo S&P 500 che si apprezza in media del 6,63% nel periodo 1957-2007. Ciò è confermato dall'indice di Sharpe: esso assume un valore inferiore per il segmento arte rispetto ai segmenti azionari e questo denota un minor premio in termini di rendimento, per ogni unità aggiuntiva di rischio assunta investendo in opere d'arte.

La seconda tabella in figura riporta il valore dei coefficienti di correlazione, che risultano molto bassi tra gli indici d'arte e gli indici azionari e obbligazionari. Mentre la correlazione con gli indici d'arte sale nel caso degli immobili, dell'oro e delle *commodities*.

Altra evidenza che si impone ai nostri occhi, non visibile dalla figura ma che occorre qui far presente, ha a che fare con quanto già asserito in merito al ruolo della ricchezza finanziaria a disposizione degli investitori nel determinare variazioni di prezzo delle opere d'arte.

Considerando queste ultime come beni di consumo di lusso e durevoli, l'aumento del reddito dei consumatori, i collezionisti in tal caso, determina un incremento nei prezzi delle opere e un decremento nei rendimenti e, poiché una maggior ricchezza spesso consegue a maggiori rendimenti nel mercato azionario, è logico affermare che i rendimenti delle azioni spingono verso l'alto i prezzi delle opere d'arte. Troviamo conferma di quanto appena detto in Baker e Wurgler (2006).

Panel A: Comparison of investment performance						
	Real returns					
	1957–2007			1982–2007		
	Mean (%)	SD (%)	Sharpe	Mean (%)	SD (%)	Sharpe
Art	3.97	19.05	0.2000	5.19	18.04	0.2725
T-bills	1.39	2.11	—	1.99	1.88	—
U.S. government bonds	2.68	10.56	0.1853	5.77	9.87	0.4503
DJ corporate bonds	3.97	9.74	0.3443	6.81	7.69	0.7256
Global government bonds	3.07	8.19	0.2641	5.98	7.53	0.5717
S&P 500 stocks	6.63	16.54	0.4106	9.33	15.34	0.5707
Global stocks	6.34	16.16	0.3953	8.91	16.76	0.5039
Gold	2.35	24.19	0.1285	−0.89	14.80	−0.1171
Commodities	3.03	11.40	0.1780	2.06	10.28	0.0511
U.S. real estate	1.06	4.06	−0.0548	2.41	4.73	0.0902

Panel B: Correlations of returns										
	Art	T-bills	U.S. government bonds	DJ corporate bonds	Global government bonds	S&P 500 stocks	Global stocks	Gold	Commodities	U.S. real estate
Art	1.00									
T-bills	0.01	1.00								
U.S. government bonds	−0.20	<b>0.56</b>	1.00							
DJ corporate bonds	−0.17	<b>0.58</b>	<b>0.90</b>	1.00						
Global government bonds	−0.10	<b>0.46</b>	<b>0.88</b>	<b>0.89</b>	1.00					
S&P 500 stocks	−0.03	<b>0.34</b>	<b>0.27</b>	<b>0.39</b>	<b>0.33</b>	1.00				
Global stocks	0.20	<b>0.28</b>	0.18	<b>0.32</b>	<b>0.33</b>	<b>0.88</b>	1.00			
Gold	<b>0.30</b>	− <b>0.54</b>	−0.18	−0.28	−0.13	−0.28	−0.15	1.00		
Commodities	<b>0.44</b>	− <b>0.41</b>	−0.26	−0.25	−0.25	−0.15	−0.07	<b>0.55</b>	1.00	
U.S. real estate	<b>0.39</b>	−0.24	−0.13	−0.13	−0.07	−0.15	0.02	0.24	0.16	1.00

Figura 6: Arte e altri *assets*. (Fonte: Renneboog & Spaenjers, 2013)

I due indicatori di performance più quotati sul mercato dell'arte sono gli indici d'arte Mei Moses (MM) e Art Market Research (AMR). Entrambi sono costruiti sulla base dei dati di vendita delle principali case d'asta mondiali, anche se questo campione lascia al di fuori un quantitativo consistente di transazioni, estranee ai circuiti delle case d'asta. Ciò, ovviamente, incide sulla significatività del tasso di rendimento espresso dagli indici su menzionati.

In ogni caso, questi indicatori mostrano, per le opere d'arte, dei rendimenti reali medi piuttosto moderati: essi sono comunque superiori all'inflazione e superiori ai ritorni finanziari dei titoli governativi, ma inferiori a quelli dei titoli azionari (Campbell, 2008).

L'indice generale Art Market Research è disponibile ed aggiornato mensilmente ed utilizza una media mobile di rendimenti di dodici mesi (uni-periodale).

Le serie di rendimenti calcolate attraverso l'indice Mei Moses, invece, considerano molte più osservazioni indietro nel tempo, arrivando fino al 1875, calcolate su base annuale. L'indice Mei Moses per l'intero settore dell'arte è calcolato attingendo ai dati di vendita delle famose case d'asta Christie's e Sotheby's.

Dalla Figura 7 è possibile osservare i risultati forniti dai due indicatori in termini di rendimento, considerando un periodo di tempo comune per poter comparare tra loro le serie di dati. È evidente che il rendimento medio esposto dall'indice MM per il periodo considerato sia superiore al rendimento espresso dall'indice AMR.

Utilizzando infatti la metrica Repeat-Sales Regression, con la quale è calcolato l'indicatore MM, il rendimento medio su base annuale è superiore al 10%, mentre l'indice generale AMR ammonta circa al 5,25%. Tuttavia un simile risultato è dovuto anche alle distorsioni causate dall'utilizzo del RSR, poiché non include nel campione osservazioni agli estremi della distribuzione, come già affermato in precedenza.

Emerge, inoltre, una correlazione molto bassa tra i due indici, a causa della "levigazione" dei rendimenti nell'indice AMR. Tuttavia, considerando una media mobile di due periodi e non più uni-periodale (annuale), la correlazione tra le due metriche aumenta significativamente: quindi l'utilizzo di più osservazioni per la stima dell'indice AMR fa aumentare i coefficienti di correlazione del medesimo indice con altri indici significativi.

Da ciò risulta, in sostanza, la bontà complessiva dei due indicatori nell'approssimare le quotazioni nel mercato dell'arte, relativamente al settore delle vendite all'asta.

<b>Panel A.</b>				
<i>Semiannual log return data 1976/01–2002/12</i>				
	<b>Average Prices</b>			<b>Repeat Sales</b>
	<b>ART 100</b>	<b>US 100</b>	<b>UK 100</b>	<b>All Art Index</b>
<b>Annual Average Return</b>	5.27%	8.26%	5.12%	10.07%
<b>Annual Average St Deviation</b>	17.11%	15.86%	11.10%	21.88%
<b>Average</b>	0.026	0.041	0.026	0.050
<b>Standard Deviation</b>	0.121	0.112	0.078	0.155
<b>Skewness</b>	-0.837	-0.817	-0.097	-0.277
<b>Kurtosis</b>	1.694	1.029	-1.083	-0.395

<b>Panel B. Correlation Matrix</b>				
<i>Semiannual log return data 1976/01–2002/12</i>				
	<b>Average Prices</b>			<b>Repeat Sales</b>
	<b>ART 100</b>	<b>US 100</b>	<b>UK 100</b>	<b>All Art Index</b>
<b>Art 100</b>	1.000			
<b>US 100</b>	0.822	1.000		
<b>UK 100</b>	0.651	0.565	1.000	
<b>All Art Index</b>	0.210	0.221	0.250	1.000

<b>Panel C. Correlation Matrix</b>				
<i>Semiannual log returns—2 period moving averages 1976/01–2002/12</i>				
	<b>Average Prices</b>			<b>Repeat Sales</b>
	<b>ART 100</b>	<b>US 100</b>	<b>UK 100</b>	<b>All Art Index</b>
<b>Art 100</b>	1.000			
<b>US 100</b>	0.871	1.000		
<b>UK 100</b>	0.716	0.644	1.000	
<b>All Art Index</b>	0.857	0.714	0.342	1.000

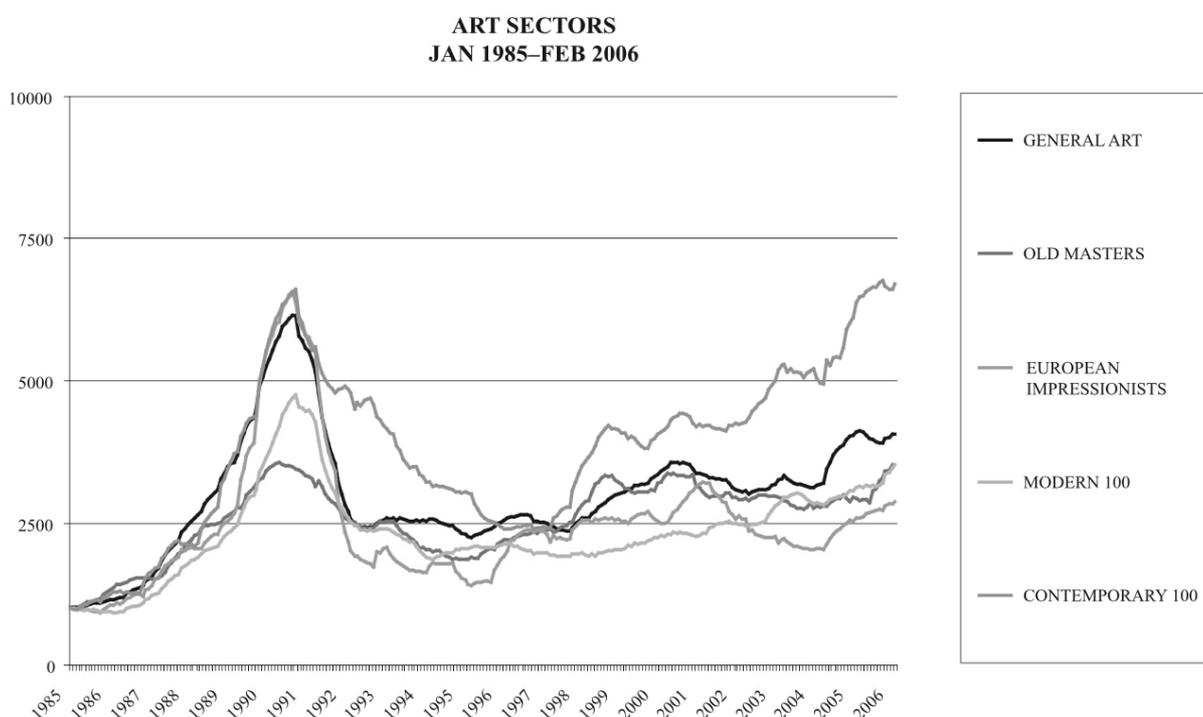
Figura 7: Confronto tra prezzi medi (AMR) e indici di vendite ripetute (MM), 1976-2002. (Fonte: R.A.J. Campbell & Spring, 2008).

### 3.4.1 I SOTTO-SEGMENTI NEL MERCATO DELL'ARTE E *ASSET ALLOCATION*

Dopo aver illustrato i due più utilizzati tra gli indici generici di prezzo relativi al mercato dell'arte, che ne mostrano l'andamento e le tendenze di fondo, è opportuno precisare che le scelte di *asset allocation* da parte di coloro che intendono investire nel mercato in questione si rivolgono verso specifici settori, nei quali il macro-mercato dell'arte si suddivide.

Possiamo infatti individuare alcuni sotto-segmenti, rimanendo focalizzati soltanto sulla categoria dei dipinti, che mostrano performance divergenti nel tempo, come potremo dimostrare nel seguito.

I segmenti principali, che sono stati peraltro oggetto di indagine di numerosi autori, sono quattro: *Old Masters*, *European Impressionist*, *Modern* e *Contemporary*. Esistono degli indici di prezzo che delineano l'andamento di ciascuno di essi. Il primo indice, relativo al segmento *Old Masters*, include opere di artisti europei fino al diciottesimo secolo; l'indice relativo agli impressionisti europei è basato su un campione piuttosto ristretto, formato dalle opere prodotte da soli venticinque autori come Monet, Matisse, e altri impressionisti e post-impressionisti; il segmento *Modern* trova riscontro, invece, in un indice costruito con una raccolta dati del periodo che va dalla seconda metà del Novecento fino alla fine del secolo; l'ultimo segmento è quello delle opere contemporanee e la serie di dati con cui il corrispondente indice è costruito parte dall'anno 1985. In Figura 8 è mostrato l'andamento di tali segmenti, ponendo anche in evidenza la bolla scoppiata nel mercato dell'arte negli anni Novanta del secolo scorso, indicata nel grafico dal picco toccato da tutti gli indici di prezzo rappresentati.



Note: AMR average price data for the art market sectors using monthly data from January 1976 to February 2006.

Figura 8: Performance dei vari mercati delle belle arti, 1985-2006. (Fonte: R.A.J. Campbell & Spring, 2008).

In merito al tema introdotto, è fondamentale considerare separatamente i segmenti di mercato su menzionati poiché in un'ottica di diversificazione del portafoglio, perseguita da alcuni investitori-collezionisti, è importante conoscere il grado di correlazione esistente tra i sotto-segmenti, in modo tale da inserirne in portafoglio delle percentuali che consentano di massimizzare i benefici della diversificazione stessa.

Osserviamo, dalla Figura 9, i valori dei coefficienti di correlazione tra i segmenti considerati, per il periodo di riferimento 1980-2006.

	GENERAL ART	OLD MASTERS	EUROPEAN IMPRESSIONISTS	MODERN 100	CONTEMPORARY 100
GENERAL ART	1.000				
OLD MASTERS	0.430	1.000			
EUROPEAN IMPRESSIONISTS	0.740	0.338	1.000		
MODERN 100	0.761	0.299	0.611	1.000	
CONTEMPORARY 100	0.534	0.279	0.346	0.530	1.000

Figura 9: Statistiche sulla correlazione tra i sotto-segmenti del mercato dell'arte, 1980-2006. (Fonte: R.A.J. Campbell & Spring, 2008).

Chiaramente l'investitore, per compiere delle scelte efficaci in termini di *asset allocation*, dovrà in primo luogo analizzare il profilo di rischio-rendimento di ciascun settore artistico, nonché i coefficienti di correlazione tra gli indici che ne rappresentano in modo aggregato la performance. Contemporaneamente è necessario valutare il grado di correlazione di questi segmenti con i *traditional assets*, prendendo a riferimento indici come l'MSCI World, l'MSCI US, il NAREIT, il FTSE MIB, il CAC 40, il FTSE 100, ecc.

Minore è la correlazione tra di essi, maggiore sarà il beneficio della diversificazione.

Per ottimizzare l'allocatione delle risorse finanziarie, l'investitore può combinare tra loro attività tradizionali ed alternative e sperimentare diverse combinazioni delle stesse, calcolando i livelli di rischio e di rendimento attesi per ciascuna combinazione. In tale ipotetico portafoglio egli può pesare differentemente le varie *asset classes* e, con riguardo al solo mercato dell'arte, attribuire diversi pesi agli indici corrispondenti alle singole correnti artistiche. In sostanza sarebbe possibile e utile stimare una *capital market line*, lungo la quale l'investitore può posizionarsi a sua discrezione, in virtù della propria minore o maggiore avversione al rischio, investendo una quota del proprio capitale in un'attività priva di rischio (detenzione di liquidità) ed una quota nel portafoglio ottimo di mercato.

La decisione di sovra-pesare o sotto-pesare il mercato dell'arte generico o ciascuno dei vari sotto-segmenti artistici all'interno del portafoglio dipende, essenzialmente, dai coefficienti di correlazione con le altre *asset classes*.

Nell'ambito delle scelte di *asset allocation*, però, sorgono diverse problematiche che è necessario sviscerare poiché possono incidere anche significativamente sui rendimenti, stante la necessità di calcolare in modo corretto i livelli effettivi di rischio e rendimento delle attività in portafoglio per poter procedere alla allocatione del capitale.

In primo luogo è necessario considerare i costi di transazione, che possono variare tra il 10% e il 30% per le transazioni che hanno per oggetto beni d'arte. Questi costi causano la riduzione dei rendimenti "artistici" e, per limitarne l'impatto sulle performance dell'investimento in arte, è possibile considerare un *holding period* più esteso per operare le stime sui rendimenti, in modo da spalmare tali costi su un periodo più lungo.

In seconda istanza, è necessario tenere in conto la tassazione, applicata alle transazioni che hanno per oggetto opere d'arte o altri *collectibles*. In molti Paesi l'investimento in beni appartenenti a queste categorie consente

di ridurre l'imposizione fiscale, ma calcolare un tasso di rendimento al netto della tassazione è particolarmente complicato, data l'eterogeneità normativa in materia tra i diversi Paesi.

Un terzo ordine di problemi è dato dalla bassa volatilità dei rendimenti nel mercato dell'arte la quale, di per sé, sarebbe un elemento più che positivo. Tuttavia, questo basso livello di volatilità è conseguenza di una distorsione relativa al procedimento di valutazione e, dunque, al procedimento di costruzione degli indici di prezzo. Ciò che si verifica è la cosiddetta "levigatura" dei rendimenti, che ha come conseguenza più preoccupante la determinazione di una volatilità più bassa di quella reale. A sua volta, questa livellatura dei rendimenti, è dovuta ad altre criticità intrinseche nel mercato dell'arte, come la irreversibile illiquidità, la scarsa frequenza di transazioni, la considerazione di campioni non pienamente rappresentativi per l'effettuazione delle stime.

In aggiunta, si riscontra in queste serie "levigate" una sottostante auto-correlazione, che falsa ulteriormente i rendimenti stimati. Dunque appare di primaria importanza, per una stima puntuale dei medesimi rendimenti, eliminare gli effetti di autocorrelazione e di "levigatura", al fine di ottenere un profilo veritiero di rischio e di performance per le opere d'arte.

Il procedimento che porta a correggere tali distorsioni porta ad una maggiore volatilità nelle serie di rendimenti, e cioè un incremento significativo del rischio. Tutto ciò incide ovviamente sulle scelte di *asset allocation*.

Il fulcro delle scelte di *asset allocation* è rappresentato dalla propensione al rischio dell'investitore: è quest'ultima che lo conduce a collocarsi in una certa zona della *capital market line*. Egli può costruire varie tipologie di portafoglio, a seconda del rendimento ricercato e ponderato per il livello di rischio ritenuto accettabile. A seconda del profilo di rischio e rendimento obiettivo l'investitore si orienterà verso un portafoglio più aggressivo oppure verso uno strettamente difensivo; o ancora potrebbe optare per la costituzione di un portafoglio di tipo *income* che indica un interesse ad ottenere flussi di reddito più o meno costanti nel tempo. Un'altra finalità, poi, potrebbe essere quella meramente speculativa e quindi il portafoglio investimenti sarà caratterizzato da rischi nettamente superiori, in coerenza con i maggiori rendimenti potenziali. Da ultimo possiamo trovare portafogli ibridi, che includono molteplici tipologie di attività, caratterizzate da scadenze diverse e profili di rischio e rendimento non omogenei.

Tutte queste tipologie di portafoglio possono essere adattate agevolmente all'investimento in arte: ad esempio nell'ottica dell'investitore aggressivo, per quanto riguarda la quota da destinare al mercato dell'arte, il portafoglio sarà costituito principalmente da artisti emergenti che potenzialmente garantiscono più elevati rendimenti ma ai quali è associato anche un rischio superiore. Al contrario, se l'obiettivo è quello di costruire un portafoglio difensivo, l'investitore punterà di sicuro su segmenti come l'*Old master* o l'*European Impressionist*, meno rischiosi ma anche meno redditizi, tuttavia quest'ultima strategia è di più difficile applicazione perché le opere appartenenti a queste categorie più stabili in termini di reputazione e, quindi,

affidabilità del valore artistico sono spesso già possedute da musei o da altri collezionisti, o comunque si tratta di strategie che richiedono un eccessivo esborso iniziale.

Un altro approccio perseguibile è quello di investire su artisti con forte reputazione ma con ampie prospettive di crescita futura, che consentono di ottenere rendimenti piuttosto elevati sebbene il livello di rischio associato sia medio-basso.

Se l'investitore è, invece, uno speculatore, le sue scelte saranno rivolte ad ottenere profitti elevati con un *holding period* piuttosto breve e, tale obiettivo è perseguibile ad esempio investendo in artisti la cui fama sia stata notevolmente accresciuta tramite strategie di marketing poste in essere da *dealers* e gallerie d'arte. Si osservano in questi casi dei rimbalzi veri e propri delle quotazioni, ed è qui che entrano in gioco gli speculatori, a patto che si riesca a smobilizzare l'investimento al momento opportuno, per tale intendendo la fase di scarico del trend rialzista di mercato. Possiamo osservare qui, nella Tabella 2, un esempio di rapido aumento delle quotazioni per l'artista italiano Giuseppe Amadio, pittore e designer di interni.

<b>Giuseppe Amadio</b>		
Tipologia opera	Data vendita	Quotazione
Tela estroflessa cm 70x101	05 Dicembre 2013	600,00 euro
Tela estroflessa cm 55x42	20 Settembre 2014	1.200,00 euro
Tela estroflessa cm 80x80	01 Luglio 2015	7.700,00 euro

Tabella 2: Crescita delle quotazioni dell'artista italiano Giuseppe Amadio. (Fonte: Brunelli & Pulzella, 2015).

Oltre al caso qui presentato, possiamo notare la numerosità degli artisti che, anche recentemente, hanno subito processi di rivalutazione ed hanno raggiunto risultati eccezionali rispetto alle attese. Esempio simbolico è il caso di Maurizio Cattelan, il cui tasso di crescita è passato dallo 0% nel 2000 al +636% nel 2010, ossia nel giro di una decade (Brunelli & Pulzella, 2015). Dietro questa straordinaria rivalutazione dell'artista e, con lui, di molti altri vi è di certo la partecipazione di numerosi soggetti, come le gallerie che per prime hanno supportato il loro lavoro, i musei internazionali presso cui le opere sono state esposte, i principali veicoli del mondo dell'arte con le relative personalità di spicco che hanno offerto supporto e visibilità, come critici, direttori di musei e collezionisti.

Infine, il portafoglio di tipo ibrido cerca un equilibrio tra i diversi intenti prima illustrati, ossia lo speculativo, il difensivo, l'aggressivo e quello orientato al reddito. Questa tipologia di portafoglio è la più flessibile ed eterogenea, perché contiene oltre ad artisti e correnti diverse, anche altre tipologie di beni da collezione.

Risulta dunque ampio il ventaglio di possibilità a disposizione dell'investitore, in tema di *asset allocation*. Le direttrici delle scelte in termini di peso da attribuire al mercato dell'arte nel portafoglio, come per gli *assets* tradizionali, sono sempre rappresentate dal rischio e dal rendimento ricercati, considerando in proposito tutte

le precisazioni già effettuate sul particolare significato che il valore e il rendimento assumono nell'ambito artistico.

### 3.4.2 IL CAPM PER BENI DUREVOLI RISCHIOSI

Precedentemente si è discusso circa la rivalutazione delle quotazioni di alcuni artisti, che può avvenire anche in tempi piuttosto celeri, a seconda del supporto sottostante l'operato dell'artista e proveniente da vari soggetti ed entità del mercato dell'arte.

Concentrandoci di nuovo su un'unica categoria artistica, ossia i dipinti, il presupposto di partenza è che la rischiosità dei dipinti dipenda dalle oscillazioni subite dai tassi di crescita dei prezzi, mentre il valore non monetario è assunto costante nel tempo. È possibile, dunque, esaminare analiticamente la rischiosità di tali *assets* attraverso un modello che ha, appunto, l'obiettivo di trarre delle stime dei loro rendimenti e di darci conto in maniera analitica delle dinamiche del loro apprezzamento, attraverso l'estensione del CAPM ai beni durevoli rischiosi (Stein, 1977).

Il campione di dati da cui prende le mosse lo sviluppo del modello in questione, da parte di Stein (1977), è l'insieme dei dipinti realizzati da artisti deceduti prima del 1946.

Essendo  $n$  il numero di dipinti dell'insieme considerato, se  $\frac{Dp_i}{p_i}$  è il tasso medio istantaneo di apprezzamento monetario del dipinto  $i$  nel periodo arbitrario  $\Delta t$  tra le epoche  $s$  e  $t$ , allora l'apprezzamento proporzionale medio di tutti i dipinti è:

$$P_t/P_s = \exp \left[ \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left( \frac{Dp_i}{p_i} \right) \Delta t \right]. \quad (1)$$

Sostituendo  $\frac{Dp_i}{p_i}$  con  $D(\ln p_i)$  e utilizzando la definizione di limite di una derivata, seguirà che:

$$\frac{P_t}{P_s} \cong \left( \prod_{i=1}^n p_{it} \right)^{1/n} / \left( \prod_{i=1}^n p_{is} \right)^{1/n} \quad (2)$$

Il rapporto tra le medie geometriche dei prezzi nei due periodi sarà utilizzato come indice di prezzo. Dunque abbiamo approssimato la media geometrica dei prezzi di tutti i dipinti del campione con la media geometrica dei prezzi di vendita all'asta. Tale approssimazione introduce due tipi di distorsione: innanzitutto il numero di dipinti potenzialmente vendibili in asta decresce con il tempo, poiché i lavori che si apprezzano tendono ad essere acquisiti da musei e gallerie e difficilmente saranno oggetto di nuove transazioni; in secondo luogo i prezzi all'asta non costituiscono un campione pienamente rappresentativo del valore dei medesimi dipinti.

Supponendo, però, che l'effetto di distorsione netto sia distribuito casualmente intorno alla media, che rimane costante nel tempo, possiamo concludere con relativa certezza che la media geometrica dei prezzi all'asta si discosterà dal valore medio dei prezzi di tutti i dipinti per lo stesso ammontare ogni anno.

Con indici così costruiti è possibile, dunque, osservare l'andamento aggregato dei prezzi di un dato insieme di dipinti, in un periodo unitario (l'anno).

Per effettuare il calcolo dei rendimenti, tenendo anche conto dei rendimenti non monetari derivanti dalle opere d'arte, è possibile porre in essere un adattamento di un modello di *capital-asset*. Dunque prendendo a riferimento, nello specifico, il Capital Asset Pricing Model, è possibile scrivere:

$$R_{jt} - R_{Ft} = (R_{Mt} - R_{Ft})\beta_j + e_{jt} \quad (3)$$

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(R_j, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

Qui  $R_{jt}$  è il tasso di rendimento uni-periodale del dipinto  $j$ ;  $R_{Mt}$  è il tasso di rendimento uni-periodale del portafoglio di mercato;  $R_{Ft}$  è il tasso di rendimento uni-periodale di un *asset* privo di rischio, dato esogenamente; il parametro  $\beta_j$  indica il livello di rischio sistematico cui il dipinto  $j$  è esposto;  $e_{jt}$  è un termine di errore casuale distribuito con media pari a zero.

Da come si evince dalla (3), il rendimento ulteriore del dipinto  $j$  rispetto al rendimento *free risk* è proporzionale al rischio sistematico che caratterizza il medesimo dipinto, quest'ultimo espresso dal coefficiente  $\beta_j$ .

Il rendimento generale dei dipinti ( $r_p$ ) non adeguato per il rischio può essere suddiviso in due componenti: una quota di rendimento dovuta all'apprezzamento nominale del capitale ( $R_p$ ) e una quota residuale di rendimento ( $R_s$ ) relativa sia ai benefici che alle perdite connesse alla specificità del dipinto, come vantaggi fiscali, costi di mantenimento, costi legati all'illiquidità del mercato.

La rischiosità del bene in questione dipende dalla variabilità nel tempo del rendimento, nelle sue due componenti  $R_p$  e  $R_s$ . Precedentemente si è assunta l'ipotesi della costanza di  $R_s$ , di conseguenza avremo che la varianza complessiva dei rendimenti del bene è circa uguale alla varianza di  $R_p$ . Analiticamente  $\sigma^2(r_p) \cong \sigma^2(R_p)$ .

I costi e i benefici rientranti in  $R_s$  sono di scarso ammontare e non si verificano continuamente nel corso del tempo, ad esempio i vantaggi tributari si hanno solamente al momento dell'acquisto, di conseguenza è possibile assumere la costanza nel tempo di queste componenti di  $R_s$ .

Dunque, sostituendo  $R_{pt} + R_s$  a  $R_{jt}$  nella (3) e aggiungendo una costante che incorpora  $R_s$ , otteniamo:

$$(R_{pt} - R_{Ft}) = \alpha + (R_{Mt} - R_{Ft})\beta_p + e_{pt} \quad (4)$$

$$\beta_p = \frac{cov(R_p, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

Utilizzando l'equazione (4) come equazione di regressione, la costante  $\alpha$  viene a rappresentare un coefficiente in grado di stimare gli effetti prodotti sul prezzo dalle componenti di beneficio e di costo incluse nel termine  $R_s$ . Mentre il coefficiente angolare  $\beta_p$  stima efficientemente il rischio sistematico cui sono esposti i dipinti.

### 3.4.3 I MINORI RENDIMENTI DEI *MASTERPIECES*

Con il termine *masterpieces* si intendono i lavori più costosi di un dato artista. Si tratta, in genere, di opere d'arte che vengono acquistate dai collezionisti dietro suggerimento di un *dealer* o di un *art advisor*, nell'ipotesi che questi lotti raggiungeranno performance nettamente positive in futuro. Tuttavia, questa credenza è stata enormemente sviscerata da Pesando (1993), che ha dimostrato l'esatto contrario utilizzando come base di studio una collezione dati comprendente stampe moderne del periodo 1977-1992.

Successivamente Mei e Moses (2002) hanno esaminato il medesimo aspetto applicandolo al mercato dei dipinti e prendendo in considerazione i segmenti già citati in precedenza, come l'*Old Master*, l'*Impressionist* e il *Modern*, impiegando per essi indici di prezzo stimati con il metodo Repeat-Sales Regression.

Vedremo, quindi, quali suggerimenti può trarre l'investitore odierno dagli esiti di studio che presenteremo in merito alle performance attese dalla categoria dei *masterpieces*.

Il criterio di individuazione di un *masterpiece*, innanzitutto, è l'elevato prezzo di mercato (Mei & Moses, 2002). La base dati di riferimento, per effettuare le stime, è quello delle opere d'arte vendute tra il 1875 e il 2000. A tali prezzi di vendita viene applicato l'approccio RSR, per ognuna delle tre categorie sopra citate. Le stime vengono ripetute considerando i rendimenti reali (al netto dell'inflazione) e, come possiamo osservare dalla Figura 10, il risultato fornito dalle analisi conferma in modo chiaro la sotto-performance ipotizzata per i *masterpieces* sia nel caso dei valori nominali, sia nel caso dei valori reali.

	American	Impressionist	Old Master	All
Sample Period	1941-2000	1941-2000	1900-2000	1875-2000
Panel A: Test using Nominal Value				
$\gamma$	-0.010	-0.006	-0.012	-0.010
t-stat	-8.071	-7.792	-28.32	-30.54
Panel B: Test using Real Value				
$\gamma$	-0.011	-0.005	-0.013	-0.010
t-stat	-8.116	-7.467	-27.99	-30.81

Note: Three-stage-generalized-least square RSR estimation of Case and Shiller (1989) are used

$$\text{to estimate: } r_i = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \mu_t + \gamma (s_i - b_i) \cdot \ln P_{i,b} + \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \varepsilon_{it} .$$

Figura 10: Test sulla minore performance dei *masterpieces*. (Fonte: Mei & Moses, 2002).

Nell'equazione utilizzata per le stime dei rendimenti, presente in figura, il simbolo  $\gamma$  sta ad indicare l'elasticità del rendimento rispetto al logaritmo del prezzo. Possiamo notare chiaramente una elasticità negativa per i *masterpieces* di ciascuna delle categorie considerate: ossia per un prezzo maggiore dell'opera, il rendimento si riduce e la misura di tale depressione è data appunto dal coefficiente di elasticità  $\gamma$ .

Appare evidente il messaggio che l'investitore dovrebbe cogliere da tali risultati: ossia quello di investire nelle opere d'arte meno conosciute e non ancora all'apice del mercato, trattandosi di quelle prodotte da artisti emergenti o ancora semi-sconosciuti, ma con un potenziale molto elevato in termini di rendimenti futuri. Possiamo evidenziare, a tal proposito, la correlazione della strategia in questione con il fattore iShare ETF di tipo *value*, il quale è da ricondurre ad una strategia che implica l'acquisto di *assets*, in questo caso opere d'arte, sottovalutati ma che nel lungo periodo offriranno performance superiori a quelle dei *benchmark* di mercato. Si cerca, attraverso una manovra simile, di catturare un'esposizione differente al rischio sistematico, perciò la strategia in questione si colloca entro la categoria delle strategie *smart beta*: l'investitore-collezionista seleziona appositamente opere meno costose e potenzialmente più redditizie nel lungo periodo.

La panoramica sui *masterpieces* ci ha fornito di certo un valido punto di vista per quanto riguarda l'investimento finanziario in arte e le scelte di *asset allocation*.

### 3.5 RARITY PREMIUM: IL VALORE DI POSSEDERE UN BENE RARO

Si è già discusso precedentemente di come la scarsità della domanda, che caratterizza il mercato dell'arte e, in modo ancor più accentuato segmenti come l'*Old masters* e l'*Impressionist*, possa influenzare significativamente il prezzo delle opere. Il fatto che un artista non sia più in vita, ad esempio, implica la fissità del numero di opere presenti sul mercato e riconducibili all'autore, aumentandone notevolmente la rarità e, di conseguenza, il valore artistico ed economico. I collezionisti saranno disposti a pagare prezzi maggiori per

ottenere il beneficio derivante dal possedere un bene raro. Di questo ci danno conferma alcuni dati relativi ai prezzi realizzati in asta, i quali risultano spesso ampiamente superiori di quelli stimati antecedentemente. Le case d'asta, infatti, sono solite pubblicare delle stime sui prezzi che ci si attende da una determinata seduta d'asta, ed alcuni autori sostengono che la media di tali stime sia una buona approssimazione del prezzo a cui effettivamente le opere saranno battute. Tuttavia, molto spesso il prezzo pagato risulta maggiore del prezzo medio: il differenziale è riconducibile al cosiddetto *rarity premium* (Geman & Velez, 2015).

$$\text{Prezzo realizzato} = \text{Media stimata} + \text{Rarity Premium} \quad (1)$$

Il *rarity premium* non è altro che la disponibilità degli acquirenti a pagare un prezzo superiore a quello che, secondo le stime, si sarebbe dovuto realizzare all'asta. La maggior spesa è sostenuta in ragione della volontà di assicurarsi un bene raro.

La rarità non è da ricondurre soltanto ad un discorso di scarsità dell'offerta, che può essere acuita da diversi eventi nella vita dell'autore, primo tra tutti la morte, ma anche al fatto che in genere, come suggeriscono le evidenze empiriche, un'opera d'arte venduta all'asta tornerà sul mercato per essere venduta nuovamente solo dopo un lungo periodo di tempo, all'incirca trenta o quaranta anni. In queste circostanze, è forte la propensione all'acquisto e, ancor più, la disponibilità a pagare un prezzo superiore.

Da questo punto di partenza, Geman e Velez (2015) hanno elaborato un Indice di Rarità, il quale aggrega i *rarity premium* realizzati per un certo numero di vendite entro un periodo di tempo predefinito.

$$\text{Rarity Index}(t) = \frac{\left[ \sum_{j=1}^n \left( \frac{\text{Rarity Premium}}{\text{Media stimata}} \right) \right]}{n} \quad (2)$$

L'indice appena introdotto può essere applicato ai vari segmenti del mercato dell'arte, per analizzare l'andamento dei prezzi d'asta in ciascuno di essi, chiaramente da una prospettiva differente rispetto a quella adottata da altri indicatori. Il *Rarity Index*, in effetti, coglie quella componente del valore economico di un'opera d'arte non declinabile in criteri oggettivi e non agevolmente riconoscibile all'interno del prezzo delle opere, che potrebbe coincidere con il dividendo emozionale di cui si è parlato nella prima parte del presente capitolo. Il premio ulteriore pagato dall'acquirente comprende sicuramente tutti quegli elementi soggettivi che hanno a che fare con il gusto estetico: quest'ultimo guida l'acquisto e spinge a pagare un prezzo ben più alto di quello che mediamente si sarebbe dovuto realizzare.

L'ottica in questione esclude dall'analisi quella categoria di investitori orientata al mero ritorno finanziario: come già affermato, per ottenere elevati rendimenti nel lungo periodo bisognerebbe attuare una strategia *value* acquistando opere sottovalutate. Al contrario, i beni più costosi non assicurano elevati rendimenti futuri. Il *rarity premium*, quindi, può essere spiegato principalmente dal beneficio che il collezionista ottiene dall'essere proprietario di un bene raro.

Lo studio empirico effettuato da Geman e Velez (2015) è basato sui dati delle vendite all'asta realizzate da Christie's e Sotheby's, relativamente a tre segmenti artistici. Viene messa in luce la costante crescita del *Rarity Index* sin dal 2003, ad eccezione del breve declino avutosi nel 2008, in corrispondenza della grande crisi finanziaria. Più nello specifico, l'indicatore risulta crescente soprattutto per i segmenti che comprendono artisti con una reputazione consolidata nel tempo, ciò è comprovato dal maggior valore dell'indice per il settore degli impressionisti francesi. La Figura 11, in aggiunta, evidenzia valori nettamente superiori per il segmento cinese, mentre il declino dell'indice per il settore *Modern* conferma quanto già asserito in merito al livello di reputazione dell'artista, che deve essere elevato affinché gli acquirenti riconoscano il *rarity premium*.

	<b>French Impressionism</b>	<b>Modern</b>	<b>Chinese</b>
<b>Q2 2003</b>	8.37	42.6	NA
<b>Q4 2003</b>	10.58	38.2	54.52
<b>Q2 2004</b>	19.69	49.18	125.18
<b>Q4 2004</b>	13.32	34.72	88.84
<b>Q2 2005</b>	28.36	45.18	197.23
<b>Q4 2005</b>	41.01	60.99	206.46
<b>Q2 2006</b>	30.77	48.18	264.82
<b>Q4 2006</b>	34.97	77.41	153.7
<b>Q2 2007</b>	47.68	57.93	187.52
<b>Q4 2007</b>	27.39	52.7	165.19
<b>Q2 2008</b>	23.2	48.85	104.42
<b>Q4 2008</b>	-3.02	9.81	17.4
<b>Q2 2009</b>	44.74	28.76	71.18
<b>Q4 2009</b>	50.82	47.61	74.38
<b>Q2 2010</b>	33.33	41.53	77.16
<b>Q4 2010</b>	32.09	35.02	51.63
<b>Q2 2011</b>	33.94	44.41	152.4
<b>Q4 2011</b>	16.08	25.86	63.85
<b>Q2 2012</b>	37.03	22.48	40.28
<b>Q4 2012</b>	36.19	27.31	38.33
<b>Q2 2013</b>	43.9	55.09	54.95
<b>Q4 2013</b>	40.5	33.07	58.06

Figura 11: Valori percentuali del *Rarity Index* per tre categorie di dipinti: Impressionisti francesi, *Modern*, artisti cinesi. (Fonte: Geman & Velez, 2015).

## 4 GLI ART FUNDS

### 4.1 UN'INTRODUZIONE AI FONDI D'ARTE

Gli *art funds* sono investitori istituzionali il cui obiettivo primario, al pari di altri fondi di investimento, è quello di valorizzare i capitali conferiti da parte dei risparmiatori; la loro peculiarità risiede nella destinazione degli investimenti, rappresentata univocamente da opere d'arte.

In generale, il *modus operandi* degli *art funds* non si discosta molto da quello di altri fondi di investimento, se non per le tipicità proprie del mercato dell'arte. Infatti i suddetti fondi impiegano il capitale raccolto presso i risparmiatori acquistando opere d'arte, in quantità anche cospicue, le quali vengono mantenute in portafoglio per il periodo predeterminato di durata del fondo, che può oscillare tra i cinque e i dieci anni; entro la scadenza, in ogni caso, occorre effettuare lo smobilizzo dell'investimento attraverso la rivendita delle opere, nei tempi e nei modi stabiliti dal regolamento del fondo. Tale smobilizzo deve essere accompagnato da sufficiente cautela, poiché massicce operazioni di vendita sul mercato dell'arte possono causare forti svalutazioni delle opere e dei loro autori, anche in funzione della maggior volatilità che caratterizza il mercato in questione.

Sempre in riferimento alla vendita delle opere d'arte, questa può avvenire anche a scadenze precedenti quella finale del fondo, purché la transazione anticipata sia giustificata da un'esigenza specifica oppure dall'intento di monetizzare i guadagni in seguito a forti rialzi delle quotazioni riferite a determinati autori.

Per gli investitori esiste talvolta la possibilità di ritirare le somme conferite anche prima del termine dell'*holding period*, altrimenti ciò è consentito soltanto alla scadenza prevista per il fondo. Inoltre gli stessi investitori non hanno alcun potere decisionale sulle strategie e sulle scelte di investimento, demandate univocamente ai gestori; tuttavia i primi vengono informati periodicamente sull'andamento del fondo attraverso la divulgazione di un rendiconto finanziario trimestrale o annuale.

I profitti ottenuti dalla rivendita delle opere vengono distribuiti pro-quota agli investitori, i quali possono essere sia dei privati, sia degli enti istituzionali. In genere per massimizzare i rendimenti i fondi d'arte non prevedono il conferimento delle quote in un'unica soluzione, bensì i contributi di capitale vengono richiesti ai conferenti all'inizio dell'*holding period* e in momenti successivi, per evitare che un ammontare anche consistente di risorse rimanga disimpiegato per troppo tempo.

In aggiunta, vi è la possibilità per i risparmiatori, privati o enti istituzionali, di prendere a prestito le opere d'arte acquistate dal fondo ed esporle, ad esempio, per un certo periodo di tempo nella propria abitazione o in collezioni aziendali.

Il terreno in cui si inseriscono gli *art funds* è, chiaramente, quello degli investimenti alternativi, il quale occorre necessariamente richiamare per comprendere l'importanza degli istituti qui oggetto d'analisi.

Negli ultimi anni si è evidenziata in Europa una tendenza crescente, in termini di *asset allocation*, verso categorie di attività alternative, sia da parte dei privati, sia da parte degli investitori istituzionali, come ci mostra la ricerca *Mercer Asset allocation survey 2017* (Mercer Italia, 2017). In aggiunta, relativamente alle *asset classes* alternative, gli investitori attuano sempre più frequentemente strategie di gestione attiva, orientate

alla ricerca dell'alfa di mercato. Tuttavia, il mercato dell'arte estrinseca maggiori potenzialità attraverso delle strategie di diversificazione del portafoglio, per la bassa correlazione dell'*asset* arte con quelli tradizionali, già ampiamente discussa e dimostrata.

Un ulteriore risultato che occorre fare presente è la crescita del numero dei collezionisti-investitori rispetto al passato, ovvero di quei soggetti, non necessariamente appassionati di arte, interessati al mero ritorno finanziario e che, per tale ragione, rappresentano il *target* ideale degli *art funds*; questo elemento conferma d'altronde la sostanziale "finanziarizzazione" del mondo dell'arte.

Tutto ciò conduce a delle profonde riflessioni su quello che potrebbe essere il futuro e rinnovato ruolo degli *art funds* in un simile scenario. A tal proposito, è fondamentale descrivere se non altro a grandi linee lo stereotipo dell'investitore cui un *art fund* dovrebbe rivolgersi, venendosi a configurare un profilo diverso da quello del tipico collezionista da tempo operativo sul mercato che preferisce effettuare acquisti diretti di opere e beneficiare del già citato possesso di un bene raro. Ad acquistare quote di un fondo d'arte saranno piuttosto soggetti meno interessati alle questioni estetiche, poco o per nulla esposti finanziariamente nel settore e quindi meno esperti del settore stesso; di conseguenza tali investitori avranno bisogno del supporto, della consulenza e dell'esperienza proprie dei professionisti operanti in questo tipo di fondi. Il profilo delineato coincide in gran parte con quello degli speculatori (Zorloni, 2016), i quali per definizione agiscono in un'ottica di breve periodo e acquistano le opere di un certo artista quando il suo mercato è ancora circoscritto, ossia agli albori del processo di sviluppo della sua reputazione. Il loro investimento è destinato prevalentemente ad opere contemporanee, quelle più promettenti in termini di future rivalutazioni e quindi di elevati rendimenti; tuttavia gli stessi investitori sono pronti a smobilizzare rapidamente i loro *assets* qualora non si verificano per tempo segnali di trend a rialzo. Da quest'ultima constatazione potremmo dedurre che per la categoria di soggetti in questione non valga il principio di avversione alle perdite enunciato dalla Prospect Theory (Khaneman & Tversky, 1979). La suddetta teoria dimostra la presenza tra gli investitori di alcuni fenomeni psicologici e di alcuni comportamenti che possono essere inquadrati all'interno di schemi euristici, descritti puntualmente dagli stessi autori. In sostanza le azioni degli investitori sarebbero guidate più dall'intuizione e dall'istinto, e meno dal calcolo matematico. Il modello sostituisce, infatti, alla classica funzione dell'utilità attesa la funzione del valore, che pone in relazione le variazioni di ricchezza e il valore per l'investitore: dall'andamento della funzione e, soprattutto, dalla sua pendenza nelle due diverse regioni del piano, è possibile osservare una propensione al rischio rispetto alle perdite e una avversione al rischio rispetto ai guadagni. Ciò si traduce nel fatto che gli investitori, dinanzi ad una eventuale perdita derivante da un investimento effettuato, saranno più propensi a smobilizzarlo in ritardo nell'attesa che si verifichi il trend a rialzo, spesso incorrendo in perdite ancora maggiori. Al contrario, nel mercato dell'arte e in particolare tra gli speculatori, il sentore di una possibile perdita porta gli investitori a vendere prima possibile l'*asset* e a monetizzare immediatamente la perdita per evitare che essa si accresca con il passare del tempo: evidentemente il comportamento è opposto rispetto a quello delineato dalla Prospect Theory e visibile in Figura 12. La spiegazione può essere ricercata nella illiquidità del mercato dell'arte e nella sua opacità complessiva.

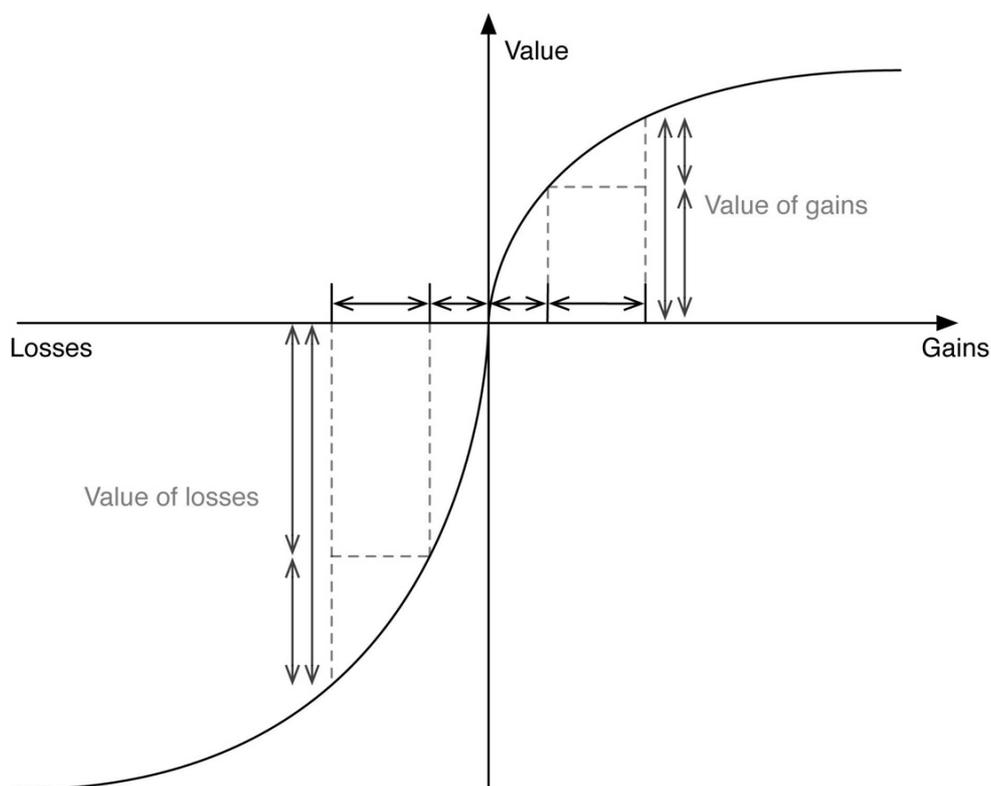


Figura 12: Funzione del valore. (Fonte: Khaneman & Tversky, 1979).

La descrizione del modello di comportamento di questa categoria di investitori, ovvero gli speculatori, deve essere utile per comprendere gli obiettivi e gli intenti dei sottoscrittori di un fondo d'arte. Possiamo ricavare quindi gli spunti necessari per organizzare correttamente l'offerta degli *art funds*, e in particolare stabilire l'*holding period* del fondo, la tipologia di *assets* da includere in portafoglio in termini di periodo storico e reputazione, la loro rischiosità e le strategie di investimento e disinvestimento. Queste decisioni, e in generale i fondi d'arte, hanno lo scopo di attirare nuovi investitori, che altrimenti non approcerebbero al mercato dell'arte: questo rappresenta sicuramente il cruciale punto di partenza per i futuri sviluppi dei fondi artistici.

#### 4.2 DALLE PRIME ESPERIENZE DI ART FUNDS FINO AD OGGI

La prima esperienza in tema di *art funds* risale al 1904, quando in Francia un gruppo di appassionati d'arte costituì il fondo passato alla storia con il nome La Peau de l'Ours, del quale si è già discusso in precedenza con riguardo all'evoluzione storica del mercato dell'arte. Qui ricordiamo semplicemente che il capitale raccolto, investito per dieci anni attraverso l'acquisto di opere d'arte contemporanea, fruttò alla fine dell'*holding period* ben quattro volte l'importo iniziale, costituendo così il primo formidabile esempio di *art fund*. Da questa esperienza di successo possiamo subito trarre alcune indicazioni che possono condurre a soluzioni di analogo successo anche nell'epoca odierna: in primo luogo la presenza di un soggetto qualificato ed esperto del mercato, in grado di selezionare attentamente le opere con il maggior potenziale di rivalutazione

futura; in secondo luogo il carattere mirato dell'investimento, cioè la destinazione dei capitali ad un unico segmento quale quello dell'arte contemporanea. Esperienze successive ci dimostrano che non sempre ampliare il raggio d'azione, investendo in numerosi segmenti, consente di aumentare il rendimento complessivo. La più significativa di queste coincide proprio con il secondo caso di *art fund* della storia: il British Rail Pension Fund. Esso fu istituito nel 1974 dalle ferrovie inglesi ed investì un ammontare di 40 milioni di sterline in opere d'arte di numerose correnti e periodi storici. La modalità operativa fu sostanzialmente diversa da quella del fondo francese, declinandosi prevalentemente in acquisti e vendite realizzate con l'intermediazione della casa d'asta Sotheby's. Ciò che più rileva è che un terzo del profitto complessivo fu di fatto imputabile a sole 60 delle totali 2400 opere vendute alla scadenza del fondo. Perciò la performance finale fu inferiore a quella del mercato azionario, sebbene superiore all'inflazione, a conferma del fatto che investimenti più oculati conducono a maggiori rendimenti nel mercato dell'arte.

In seguito, molti furono i tentativi susseguiti tra la fine del XX secolo e l'inizio del XXI nell'ambito degli *art funds*, tutti fallimentari o di scarso successo. Possiamo menzionare a tal proposito il cosiddetto "fondo dei fondi" di ABN-AMRO mai venuto alla luce; l'American Art Fund, il China Fund e il Fernwood Art Investment che non raggiunsero mai il capitale minimo di investimento; nonché il caso italiano del fondo Pinacotheca di Vegagest.

Ebbe invece successo, operando ancora oggi, il Fine Art Fund inaugurato a Londra nel 2004 da personalità come Phillip Hoffman (ex vicedirettore di Christie's) e Lord Gowrie (Presidente di Sotheby's per 10 anni). Il fondo, tuttavia, non ha mai saputo attirare investitori professionali, per cui rappresenta essenzialmente un veicolo di investimento privato di modeste dimensioni. Nonostante ciò, l'omonimo gruppo Fine Art Fund ha lanciato nel tempo altri fondi, non accessibili al momento per nuovi investitori poiché in corso di gestione.

Sembra che la strategia del gruppo sia quella di diversificare i segmenti artistici e i periodi storici delle opere d'arte inserite in portafoglio, il che ci fa dedurre che i rendimenti ottenuti da tali fondi non siano così consistenti. Si tratta comunque di conclusioni sommarie, poiché non è dato conoscere nel dettaglio le informazioni sulle strategie adottate né quelle sui risultati ottenuti dai fondi medesimi (Segnalini, 2016).

Altri fondi ancora operativi, che possiamo qui menzionare sono l'Anthea Art Fund, operativo dal 2014 e specializzato nell'arte post-guerra e contemporanea; il Fine Art Fund III del già citato gruppo FAF, nato nel 2013 e con base in Lussemburgo; l'Art Trading Fund lanciato nel 2012 da Chris Carlson, caratterizzato da un approccio prettamente speculativo, data la celerità con cui avvengono le operazioni di acquisto e vendita di opere appartenenti al segmento contemporaneo, il più rischioso di tutti; il Fondo Scudo Arte Moderna, istituito dalla Scudo Investimenti Sg di San Marino; l'Artemundi Global Fund della Artemundi Group con base alle isole Cayman e focalizzato su lavori di alta epoca.

#### 4.3 LA GESTIONE DI UN *ART FUND*

Gli *art funds* impiegano il capitale conferito dai sottoscrittori nell'acquisto di opere d'arte, che rappresenta l'attività *core* del fondo insieme a tutte le azioni finalizzate alla valorizzazione degli investimenti. Per tale

ragione è necessario che le transazioni siano guidate non da generici *manager*, ma da professionisti del settore con opportune competenze. Infatti la gestione di un *art fund* si sostanzia nella scelta delle strategie di investimento da porre in essere, nel cui ambito rientra poi un'ampia gamma di decisioni più specifiche. A titolo esemplificativo, quella del segmento artistico su cui focalizzarsi è demandata a figure professionali stabilmente presenti nell'organico del fondo ed esperte del mercato oppure a società di consulenza che assumono la direzione in virtù di rapporti contrattuali con la società che gestisce il fondo. La remunerazione di questi esperti avviene con una commissione di gestione e con una percentuale sui rendimenti del fondo alla scadenza.

La quota maggiore della remunerazione spettante ai gestori del fondo è funzione dei risultati conseguiti dal fondo stesso: la commissione di performance ammonta circa al 20% dei profitti generati dal portafoglio. Oltre a questa, sono richieste ai partecipanti una *fee* di ingresso pari al 2-5% e una di gestione annuale tra l'1% e il 3% del valore patrimoniale netto del portafoglio artistico o degli impegni totali di capitale effettuati dagli investitori del fondo (ARTFA, 2013).

Il gestore di un *art fund* svolge un ruolo complesso che si compendia in numerose attività dalle quali dipende il successo finale del fondo, tra queste troviamo innanzitutto la raccolta dei capitali e la gestione dei rapporti con gli investitori. Vi sono poi la costituzione del portafoglio artistico e la valorizzazione delle opere in esso contenute: fase, quest'ultima, che rappresenta un nodo centrale per la creazione del rendimento e dipende in sostanza dalle abilità del gestore, che dovrebbe sfoderare qui le capacità di un gallerista in termini di orientamento della domanda e stimolo dell'offerta nel mercato. Nella suddetta fase di valorizzazione il gestore, oltretutto, può stipulare accordi e *partnership* con musei e gallerie per effettuare nei loro confronti prestiti di opere, il che concorre ad incrementare i flussi di cassa in entrata.

Altre fondamentali attività sono, poi, quella del monitoraggio di artisti e opere presenti nel portafoglio, affinché si riescano a rintracciare per tempo rialzi o ribassi delle quotazioni, e ovviamente quella di costante osservazione del mercato dell'arte nel suo complesso.

Per quanto concerne, poi, la conservazione e l'assicurazione delle opere, il *board* di gestori si occupa di trovare le migliori soluzioni in termini di polizze assicurative e sistemi di sicurezza che garantiscano l'integrità dei beni.

Le strategie di gestione a disposizione degli amministratori di fondi d'arte sono molteplici e differiscono a seconda degli obiettivi perseguiti; in ogni caso esiste una strategia tradizionale che viene spesso adottata: quella di tipo *buy-and-hold*, correlata alla natura dei beni di investimento qui in oggetto e che, in sostanza, ha un orizzonte di attuazione di lungo termine ed implica una bassa rotazione delle opere presenti in portafoglio. Tuttavia una volta trascorso il periodo di *lock-in*, i gestori del fondo possono anche smobilizzare anticipatamente alcune opere se le loro prospettive non sono promettenti o se la loro vendita è finalizzata al reperimento di capitali per acquistare beni di maggiore qualità.

Si hanno, poi, altre strategie di investimento, impiegate singolarmente o simultaneamente: quella di “arbitraggio geografico” tenta di sfruttare le differenze di prezzo di alcune opere in diverse località geografiche; quelle orientate alle opere d’arte cercano di trarre profitto da alcune caratteristiche rilevanti dell’opera d’arte in sé e incidenti sul prezzo in maniera significativa; le strategie “dell’arte regionale” sono quelle fondate su investimenti in opere appartenenti ad una certa area geografica (ad esempio arte cinese); le strategie di periodo si focalizzano su un determinato periodo artistico; quelle basate sugli artisti emergenti si sostanziano nell’acquisto di opere di autori ancora poco o per nulla conosciuti ma con ampio potenziale di apprezzamento; le strategie di *leveraging* prevedono la concessione in prestito di opere detenute dal fondo per poter impiegare le risorse aggiuntive, derivanti dal prestito, nell’acquisto di altri beni e ottenere, così, un rendimento finale superiore; le strategie di co-proprietà prevedono l’acquisto di opere d’arte da parte del fondo in collaborazione con terze parti, con l’obiettivo di ridurre il rischio e diversificare ulteriormente il portafoglio; le strategie di acquisto di massa costituiscono massicci acquisti di opere d’arte in modo da ottenere prezzi inferiori dal venditore e in modo da ridurre il costo di transazione unitario. Tutte le alternative appena elencate vengono spesso combinate tra loro, anche in modo dinamico, con lo scopo di ottenere un miglior profilo di rendimento atteso (ARTFA, 2013).

In generale le caratteristiche di un fondo, come le dimensioni, l’*holding period*, i settori artistici, i vincoli di portafoglio e, appunto, le strategie di investimento sono altamente variabili a seconda delle specificità del fondo, con il risultato che ognuno sarà configurato e gestito in maniera del tutto peculiare.

Ciò nonostante, i vari approcci perseguibili nella costituzione e nella gestione degli *art funds* possono essere ricondotti a due principali modelli alternativi: il primo è quello di un fondo a lungo termine della durata di dieci anni, con un periodo di *lock-in* pari a tre o cinque anni e ampia diversificazione su molteplici periodi e settori artistici; il secondo modello è quello di un fondo speculativo della durata di cinque anni, focalizzato il più delle volte sul segmento contemporaneo, sul quale è più agevole fare *trading* (Emmanuele, 2015). In quest’ultimo caso l’obiettivo è ricercare opere suscettibili di veloce apprezzamento con la finalità di venderle altrettanto celermente, sulla scia positiva dell’accrescimento della loro reputazione sul mercato, in modo da sfruttare le inefficienze proprie del mercato dell’arte ed ottenere dei profitti da speculazione. Esistono diversi istituti che operano secondo queste modalità e alcuni di essi hanno focalizzato i loro investimenti nel settore della fotografia, accessibile a un maggior numero di investitori ma comunque di nicchia.

A seconda del modello prescelto, il fondo sarà caratterizzato da un profilo di rischio e di rendimento maggiore, come nel caso di investimenti più focalizzati, o minore in caso di investimenti diversificati perché distribuiti su categorie artistiche eterogenee, come dimostra il caso del British Rail Pension Fund già menzionato in precedenza.

Possiamo ora entrare più nel dettaglio e presentare sinteticamente le direttrici lungo le quali si sviluppa l’operato dei gestori di un *art fund*, nell’ambito del processo di investimento in arte. Innanzitutto è necessario

che il *board* di gestione abbia presenti le tendenze di fondo del mercato nel suo complesso e conosca l'andamento dei singoli segmenti artistici, il che costituisce la base per la costruzione del portafoglio di investimento. In un'ottica di allocazione delle risorse di tipo *top-down*, il gestore dapprima sceglie il segmento o i segmenti artistici in cui focalizzarsi, dopodiché passa alla scelta delle singole opere da acquistare. La selezione delle opere, per l'appunto, avviene sulla base di alcuni requisiti come i caratteri qualitativi (importanza storica, soggetto dell'opera, dimensione, provenienza, rarità), i prezzi sul mercato primario e secondario, le previsioni sull'andamento futuro delle quotazioni degli artisti e l'andamento degli indici di mercato.

La gestione dei rischi attraversa l'intero processo di investimento, partendo dalla scelta dei sottoscrittori del fondo, arrivando all'elaborazione di attente strategie di acquisto e vendita delle opere d'arte, e passando attraverso il contenimento dei costi e delle spese accessorie che possono sorgere per il mantenimento e la sicurezza delle opere, nonché attraverso lo svolgimento delle necessarie attività volte a valorizzare l'investimento complessivo (Zorloni, 2016).

#### 4.4 VANTAGGI E SVANTAGGI DEGLI *ART FUNDS*

Gli *art funds* forniscono vantaggi sia al mercato dell'arte sia agli investitori (Zampetti, 2007).

Innanzitutto il mercato beneficia della sottoscrizione di quote di *art funds* per l'enorme liquidità che così viene immessa sul mercato, contribuendo alla sua stabilizzazione. Tuttavia se da una parte i fondi d'arte ampliano la base degli investitori rendendo il mercato più liquido, l'altra faccia della medaglia è una maggiore correlazione con gli indici azionari, che riduce inevitabilmente i benefici della diversificazione di portafoglio. Per quanto concerne, invece, i benefici apportati agli investitori, in primo luogo ricordiamo che il *target* di riferimento degli *art funds* è rappresentato da una categoria di soggetti non coincidente con quella dei classici collezionisti. Gli individui che richiedono quote di *art funds*, non essendo in genere interessati al mondo dell'arte o non avendo una preliminare conoscenza dello stesso, sono costretti a rivolgersi all'esperienza e alle competenze degli esperti che si trovano ad operare nei fondi d'arte: dunque all'interno del fondo, gli organi deputati alla gestione risolvono le asimmetrie informative esistenti all'esterno, ossia nel mercato dell'arte, e in ciò si sostanzia il beneficio apportato da tali istituti agli investitori.

Un ulteriore vantaggio per il sottoscrittore coincide con la riduzione dei costi di transazione che altrimenti avrebbe dovuto sopportare effettuando acquisti diretti all'asta o in galleria, in particolare ci riferiamo alle commissioni caricate sul prezzo sia dalle case d'asta sia dalle gallerie, la cui somma oscilla tra il 20 e il 30% del prezzo complessivo.

Altra utilità apportata dagli *art funds* risiede nella possibilità, per i gestori, di entrare in contatto con numerosi artisti e collezionisti privati e di concludere transazioni direttamente con costoro, riuscendo ad ottenere in tal modo condizioni di acquisto più vantaggiose che incidono positivamente sul rendimento complessivo.

Ancora, sottoscrivendo quote di fondi l'investitore può altresì entrare in contatto con la sfera emozionale legata alle opere d'arte, poiché si ha talvolta la possibilità di prenderle in prestito per un tempo predefinito ed associare, così, al rendimento finanziario un beneficio anche estetico.

Altri vantaggi offerti dalla titolarità di quote di fondi d'arte possono essere quelli fiscali conferiti al singolo investitore in conseguenza della sottoscrizione della quota, ma ovviamente l'aspetto fiscale è piuttosto variabile in funzione dello Stato di appartenenza.

Venendo ora agli svantaggi correlati all'investimento in *art funds*, occorre parlare in prima istanza del dato per cui tali fondi non coinvolgono quasi per nulla figure come i collezionisti e gli appassionati d'arte, per lo scarso contatto che si realizza con la dimensione vera e propria dell'arte. Tuttavia per le stesse ragioni sono altre le categorie di soggetti attratte dagli *art funds* che vanno ad incrementare la base complessiva di investitori del mercato e in tal senso, come si è già avuto modo di osservare, l'incremento di liquidità che ne consegue determina un ulteriore aspetto negativo, ovvero una maggior correlazione con gli indici azionari.

In secondo luogo l'intrinseca illiquidità del mercato rende incerta la realizzazione delle strategie di smobilizzo congegnate dai gestori dei fondi, i quali dovrebbero rispettare precise tempistiche in relazione alla vendita degli *assets*, per cui la monetizzazione dei rendimenti resta incerta anche per le opere più dinamiche e con le prospettive migliori.

Un altro punto debole degli *art funds* si impenna intorno alla mancanza di trasparenza e alle asimmetrie informative le quali, riflettendosi sui prezzi e sugli indici disponibili, non consentono di ottenere una visuale completa del mercato dell'arte. Ciò rende particolarmente difficoltoso stimarne le performance future, le quali si inseriscono all'interno della costante attività di monitoraggio del mercato nel suo complesso, necessaria per poter verificare l'efficacia delle strategie già poste in essere e la fattibilità di quelle ancora da attuare nel restante *holding period*, nonché per poter informare gli investitori, attraverso report periodici, circa le performance attese del fondo.

Sempre nel contesto dei rendimenti, la capacità dei gestori di valutare preventivamente le performance del fondo è condizionata ed accentuata dalla mancanza di un *track record* per questa tipologia di veicoli di investimento, dato che i precedenti storici rappresentano perlopiù degli insuccessi (Pirrelli, 2007).

Altro problema che si incontra nel campo degli *art funds* è quello dei conflitti di interesse, poiché numerosi gestori e *art advisors*, o in generale professionisti che operano nel fondo, effettuano acquisti e vendite di opere per proprio conto, compromettendo la significatività e l'efficacia delle scelte di gestione.

Un ultimo aspetto negativo correlato ai fondi d'arte è costituito dall'ammontare delle commissioni di ingresso al fondo e di quelle di gestione, che pur non rappresentando un equivalente vero e proprio delle commissioni che si pagherebbero alle case d'asta o alle gallerie d'arte, risultano comunque ragguardevoli.

Dunque il quadro che emerge complessivamente è di un settore in cui sono presenti i rischi e le criticità che appartengono al mercato dell'arte e che, inevitabilmente, frenano il suo sviluppo e ne limitano la piena ed efficiente operatività.

#### 4.5 UN MERCATO SOMMERSO E IL DAY STAR PRIVATE ART FUND

Le statistiche degli ultimi anni ci confermano i moderati progressi caratterizzanti il mercato degli *art funds*, il quale non rappresenta ancora un maturo ambito di investimento.

La raccolta dei capitali da parte dei fondi esistenti, sia in Europa che negli Stati Uniti, ha subito una battuta d'arresto dopo il picco raggiunto nel 2012, anno in cui gli *Assets Under Management* del mercato artistico ammontavano a \$2,13 miliardi, scendendo a \$1,20 miliardi nel 2015 (Deloitte, 2016). Un analogo calo ha interessato il numero di *art funds* in Europa, Cina e Stati Uniti. La Figura 13 pone in rilievo tali risultati.

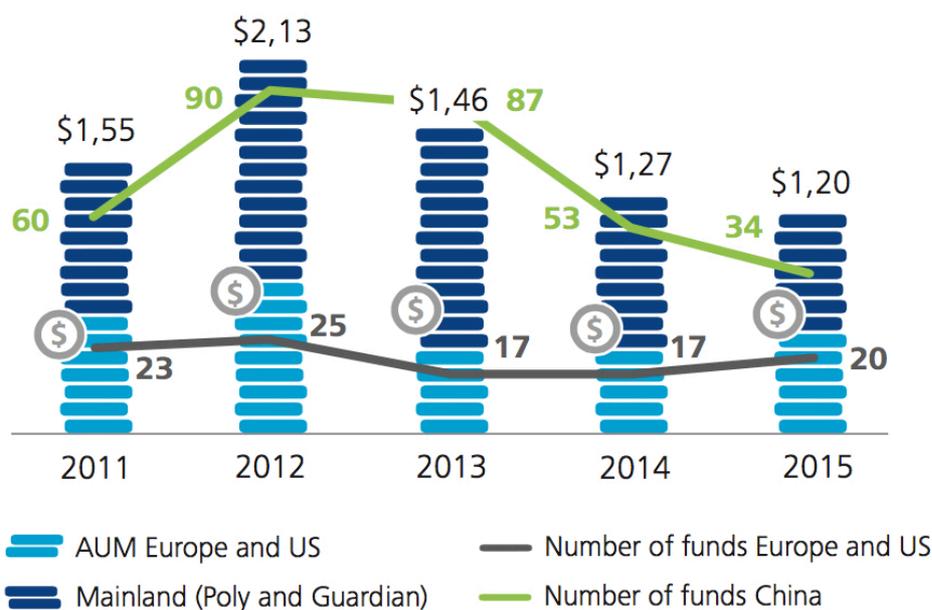


Figura 13: Mercato globale dei fondi d'arte, 2011-2015 (*Assets Under Management* (AUM) in milioni di \$). (Fonte: Deloitte & ArtTactic, 2016).

I nuovi capitali afferenti a questo mercato sono diretti perlopiù ai fondi d'arte già esistenti, piuttosto che verso nuovi fondi, ciò dovuto essenzialmente alla maggior fiducia nutrita dagli investitori nei confronti di istituti già operativi da tempo e con una tradizione di performance positive alle spalle. Il dato a cui occorre prestare attenzione, non immediatamente percepibile, è il fatto che le reali dimensioni del mercato degli *art funds* sono ben più estese di quelle mostrate dai dati pubblicamente disponibili. Molti fondi d'arte, infatti, sono sconosciuti ai più e conosciuti soltanto da alcuni *insiders* dell'ambiente.

Tuttavia, ultimamente nuove direttrici spingono verso la creazione di veicoli di investimento più trasparenti: ad imporre questo indirizzo sono le nuove regole in tema di *compliance* e le esigenze in ambito di contenimento dei costi, affinché i fondi di nuova costituzione operino sotto il radar delle istituzioni di vigilanza e di regolamentazione. Appare necessario portare in superficie questo sostrato del mercato per impedire che il

settore degli *art funds* rimanga nell'ombra e privo di forme di regolamentazione, con il rischio di minare ulteriormente la già scarsa trasparenza del mercato dell'arte e di incrementare i livelli di volatilità.

Persegue questo approccio, improntato alla trasparenza, il Day Star Private Art Fund, lanciato nel giugno 2014 dalla Day Star Management SA. Il fondo, con sede a Gibilterra, ha una durata di dieci anni e prevede l'accesso con una quota minima di sottoscrizione pari a 50.000 dollari. Sono anche ammessi conferimenti di opere d'arte, previa valutazione e accettazione da parte degli organi preposti. Gli *Assets Under Management* ammontano a quasi 62 milioni di dollari e l'attuale TIR è pari al 20,39% (Marchesoni, 2017).

Le commissioni di accesso al fondo sono pari al 3% e le commissioni di gestione all'1,5%.

Il fondo in oggetto segue un approccio di relativa diversificazione, investendo in opere del XIX secolo e in opere di artisti contemporanei famosi, quindi troviamo segmenti come il *Modern*, il *Contemporary* e il *Post War*. La qualità dell'investimento è elevata, poiché i lavori in questione sono più facilmente negoziabili e hanno un elevato potenziale di rivalutazione nel medio-lungo termine. L'orizzonte temporale è chiaramente di lungo periodo, tuttavia possono inserirsi strategie di investimento a breve termine qualora si presentino opportunità di valorizzazione delle opere entro i tre o i cinque anni.

Il Day Star Private Art Fund è chiaramente un'esperienza di successo, tra l'altro ancora attiva, per diverse ragioni: si tratta di uno degli *art funds* più capitalizzati al mondo; il rendimento offerto è superiore al 20%, grazie all'efficiente combinazione di diversi artisti e periodi nel portafoglio; la struttura e l'organizzazione del fondo rispondono all'esigenza di un servizio professionale e di alto livello, nonché sicuro e trasparente, grazie alla pubblicazione delle informazioni circa le performance per i propri investitori tramite una puntuale e periodica rendicontazione finanziaria, il tutto incorniciato dalla presenza di un quadro normativo ben definito. Proprio quest'ultimo aspetto determina l'essenza dell'attrattività di questo fondo, ponendolo in contrasto con le numerose altre realtà del campo che restano prive di controlli esterni.

Il fondo, grazie alla serietà e alle abilità degli organi direttivi, riesce ad imporsi sulla scena internazionale e ad attirare istituti e partner di prestigio, come grandi musei e importanti fiere, oltre che investitori da tutto il mondo.

#### 4.6 SOLUZIONI ALL'INSUCCESSO DEGLI *ART FUNDS*

Si era già introdotta la necessità di richiamare alcune anomalie del mercato dell'arte che incidono anche sul funzionamento degli *art funds*.

Innanzitutto, per quanto concerne le modalità di valutazione dei beni artistici il problema risiede nella loro eterogeneità, che inevitabilmente conduce a risultati differenti a seconda del metodo utilizzato e del soggetto che si accinge ad effettuare le valutazioni. Inoltre, i molteplici indici delle quotazioni dell'arte mostrano risultati non sempre concordi tra loro, in quanto costruiti con metriche e campionamenti diversi. Per queste ragioni le tecniche statistico-matematiche adottate per il calcolo di tali indici dovrebbero essere convenzionali e adottate in modo uniforme da più istituzioni, in modo da produrre indici di prezzo e stime di rischio e rendimento coerenti tra loro, anche se prodotte da soggetti diversi. In questo modo si riuscirebbe ad apportare

una maggiore obiettività nel processo valutativo, nonostante l'attività di valutazione nell'ambito dell'arte rimanga inevitabilmente intrisa di soggettività. Perlomeno con la presenza di indici coerenti, i gestori di fondi d'arte potrebbero fornire agli investitori dei report più veritieri e corretti sull'andamento del fondo e sul relativo livello di rischio.

Come già si accennava, nell'ambito della costruzione degli indici d'arte vengono utilizzate collezioni di dati riferite a numerosi e diversi periodi storici e altrettanto numerose correnti artistiche. Questi indici, per di più, si basano su dati di vendita all'asta, gli unici disponibili, escludendo una fetta consistente delle transazioni che avvengono sull'intero mercato, cioè quelle effettuate dai *dealers* e all'interno delle fiere, che sono tra l'altro sempre più in crescita. Per risolvere un simile problema si potrebbe pensare di istituire una o più associazioni, presso cui i *dealers* avrebbero l'obbligo di registrarsi, e presso le quali dovrebbero depositare i documenti relativi alle vendite e agli acquisti conclusi, senza che queste importanti informazioni siano però rese pubbliche, evitando così di confliggere con l'esigenza di privacy proveniente dagli investitori. In questo modo i dati depositati presso tali associazioni verrebbero forniti esclusivamente alle grandi istituzioni incaricate di sviluppare le stime e le valutazioni aggregate del mercato e dei suoi segmenti, dunque nell'ambito della costruzione degli indici di prezzo, rimanendo così informazioni segrete che confluiscono solamente nei dati aggregati. Una mossa del genere renderebbe più significative le strategie adottate dagli *art funds* e consentirebbe loro di operare in modo più trasparente e sicuro.

Altro grande problema riguardante i fondi d'arte è lo smobilizzo efficace e tempestivo dell'investimento. Data l'illiquidità del mercato, non è agevole, soprattutto per i fondi speculativi che operano nel breve termine, rivendere celermente le opere in portafoglio e monetizzare i rendimenti entro la scadenza del fondo. Allora una possibile soluzione potrebbe essere quella della costituzione di un ente centrale garante del solo mercato dell'arte, analogo alla *clearing house* dei mercati mobiliari, che si impegni ad acquistare le opere d'arte rimaste invendute alla scadenza dell'*holding period* del fondo. Chiaramente la possibilità di ricorrere all'istituto in questione dovrebbe essere sottoposta a condizioni stringenti, per evitare abusi, e gli stessi acquisti dovrebbero essere effettuati a precise condizioni stabilite da un apposito regolamento. Con l'intervento di questa ipotetica istituzione si eviterebbero vendite a prezzi stracciati nell'eventualità in cui il fondo non riuscisse a vendere alcune opere, che possono oltretutto far crollare le quotazioni degli artisti a discapito della loro reputazione. Se ragionata in modo corretto, un'istituzione del genere può fungere da stimolo alla costituzione di nuovi *art funds*, all'adozione di strategie più dinamiche e anche più rischiose che sicuramente offrirebbero profitti potenziali maggiori e, di conseguenza, attirerebbero capitali sia nazionali che esteri da investitori anche nuovi sullo scenario dell'arte.

Ulteriore questione da affrontare è quella riguardante la *governance* di questa tipologia di fondi. Per la natura dei beni oggetto di investimento, privi di qualsiasi forma di omogeneità, gli organi direttivi non possono essere gli stessi di un qualsiasi fondo di investimento mobiliare. Il gestore di un *art fund* deve coincidere con una

figura professionale del settore, dotata delle necessarie competenze per poter realizzare opportune valutazioni e previsioni puntuali sui rendimenti delle opere d'arte. Il requisito maggiormente richiesto al gestore di un *art fund* è una forte esperienza nel campo artistico, non essendo possibile in questo ambiente servirsi sempre di strumenti tecnico-matematici per prendere decisioni.

I conflitti di interesse, che caratterizzano questa particolare tipologia di fondi, sono un altro elemento di cui tenere conto. È difficile, infatti, inserire nei *boards* direttivi figure indipendenti: spesso vi siedono *dealers*, operatori di case d'asta, galleristi e *advisors*, tutti soggetti che in qualche modo, direttamente o indirettamente, orientano ed influenzano il mercato dell'arte al di fuori dell'ambiente del medesimo fondo. Difficile prevedere se la loro gestione sarà efficace ed efficiente e se lavoreranno solo negli interessi del fondo, lasciando al di fuori le finalità personali. Per esempio, talvolta la rivalutazione di alcuni artisti risulta "spinta" da mostre temporanee o prestiti di opere a musei di collezionisti privati, oppure da stime ragguardevoli effettuate dalle case d'asta. Inutile dire quale influenza vi sia dietro tali manovre. Il tema è delicato e incide significativamente sulla fiducia dei risparmiatori verso questo tipo di veicolo di investimento, per questo occorre trovare soluzioni opportune per garantire l'indipendenza, l'onorabilità e la professionalità dell'organo direttivo di un *art fund*, come anche delle altre personalità che svolgono funzioni fondamentali all'interno dell'istituto. Un passo verso questa direzione è stato effettuato, in Europa, con la direttiva europea AIFMD, che prevede che la SGR o, in generale, l'ente che gestisce un fondo alternativo debba dotarsi di un documento di *policy* che contenga una descrizione dei rapporti che implicano conflitti di interesse. Chiaramente la soluzione non è definitiva, ma introduce il fondamentale principio della trasparenza.

Dalle argomentazioni sostenute è possibile dedurre che gli *art funds*, in quanto istituti che investono in opere d'arte, finiscono per attrarre a sé tutte le anomalie già affrontate e proprie del mercato dell'arte. In questo contesto esse assumono una dimensione più circoscritta e, per questo, sono suscettibili di trovare soluzioni più mirate che siano in grado di rendere gli stessi *art funds* degli istituti efficaci ed efficienti al pari di altri veicoli di investimento del mercato mobiliare. Alcune delle problematiche evidenziate sono più difficilmente eliminabili, poiché un certo grado di soggettività sarà sempre presente in tema di investimento d'arte e non tutto può essere ricondotto a soluzioni puntuali e sistematiche. Tuttavia molti aggiustamenti - *in primis* quello già avvenuto per quanto attiene la forma giuridica del fondo in Europa - sono possibili per ridurre il grado di incertezza complessivo e per incrementare la trasparenza, aspetto che fungerebbe da stimolo per il ridimensionamento di numerose altre criticità.

#### 4.7 PERCHÉ L'ARTE CONTEMPORANEA?

È pacifico il fatto che i rendimenti nel settore dell'arte contemporanea siano molto interessanti, seppur correlati a un rischio maggiore. Ciò è vero soltanto in una certa misura, poiché il mondo dell'arte contemporanea è, in realtà, un universo, all'interno del quale ogni affermazione di carattere assoluto va contestualizzata e

relativizzata a seconda del singolo artista considerato. Proveremo, nel seguito, a dimostrare perché il settore contemporaneo, dal punto di vista degli *art funds*, rappresenta uno dei terreni più fertili per porre in essere strategie di investimento redditizie e non così rischiose come da comune convinzione.

“L’arte contemporanea è diventata la locomotiva del mercato dell’arte, un ruolo finora appannaggio esclusivo dell’arte moderna.”: così Ehrmann (2015) si esprime in merito alla maturità che oggi il mercato contemporaneo ha raggiunto e alla fiducia che lo stesso ha guadagnato presso gli investitori, i collezionisti e tutti coloro che risultavano scettici nei suoi confronti.

È necessario fare attenzione ed addentrarsi con cautela in queste tematiche, perché non l’intero complesso del mercato contemporaneo soddisfa le nostre esigenze in relazione agli *art funds*.

In primo luogo possiamo illustrare qualche risultato sull’andamento generale del settore, osservando una linea sostanzialmente positiva. Il Contemporaneo, infatti, raggiunge gli 1,5 miliardi di dollari nei proventi complessivi delle vendite tra luglio 2015 e giugno 2016. Nonostante il calo rispetto ai 2,1 miliardi dell’esercizio precedente, si denota in questo decremento un fisiologico aggiustamento del trend di mercato, come osserva anche il giornalista Reyburn (2014) del New York Times. Non si avrebbe, dunque, un’inversione del trend, bensì il segnale di una maggior prudenza da parte degli investitori in seguito all’enorme slancio avuto nel settore contemporaneo dal 2010 sino al 2014. Possiamo avere conferma di tutto ciò dai dati Artprice (2016) in Figura 14.

Già nel primo semestre del 2016 le vendite evidenziano un calo meno drastico, a riprova della maturità raggiunta dal mercato. Tali risultati, infatti, denotano una netta distanza dai dati negativi registrati durante la crisi del mercato artistico degli scorsi anni Novanta. Questo grazie anche alle strategie vincenti adottate dalle case d’asta, le quali hanno saputo riequilibrare l’offerta riportando l’attenzione sul mercato di fascia media e assicurando, così, stabilità ai prezzi. Le case d’asta hanno in sostanza ridotto la percentuale di vendite dei lotti di fascia alta, in modo da mantenere in questo particolare periodo di calo una certa stabilità delle transazioni e del tasso di invenduto. Conseguentemente l’arte moderna rimane un investimento proficuo nel lungo termine, avendo assicurato un rendimento annuo del 4,9% negli ultimi sedici anni (Artprice, 2016).

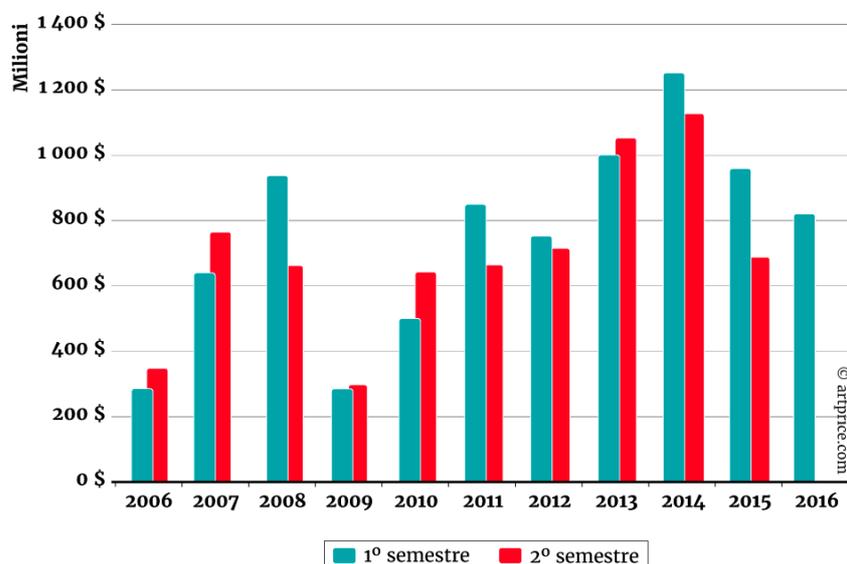


Figura 14: Fatturato delle vendite di arte contemporanea. (Fonte: Artprice, 2016).

Le prospettive di rendimento si fanno ancor più interessanti se ci si focalizza ulteriormente all'interno del macro-settore. La gran parte dei ricavi nel segmento contemporaneo, per l'appunto, è data da soli tre artisti, che dominano la scena delle vendite: Jean-Michel Basquiat, Christopher Wool e Jeff Koons generano il 19% dei ricavi mondiali. Vediamo in Figura 15 la quota di mercato di costoro, in confronto a quella della massa di artisti meno conosciuti.

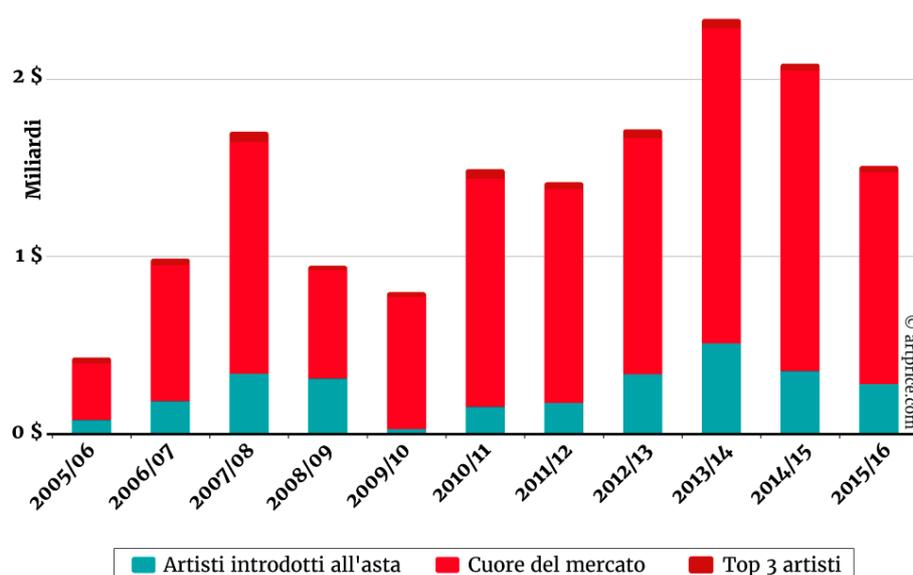


Figura 15: Quota di mercato degli artisti più performanti VS I nuovi arrivati sul mercato dell'arte. (Fonte: Artprice, 2016).

Dunque il segmento rappresentato da questi artisti assicura performance esemplari. Inoltre il loro successo, dimostratosi costante in anni recenti, è accompagnato anche dalla semplicità di smobilizzo delle relative opere d'arte: potremmo affermare che la crescita della reputazione di un artista accresce anche la liquidità delle sue opere. In questo senso, il grado di rischio associato a questi beni è attenuato dalla maggior liquidità. Lo stesso vale per le opere di artisti contemporanei esterni alla *top three* su menzionata, ed il motivo risiede nella stabilità del tasso di invenduto per quanto riguarda il mercato contemporaneo nel suo complesso. Dall'inizio del XX secolo la media si mantiene intorno al 37% di invenduti e le maggiori case d'asta, nel 2016, hanno evidenziato percentuali inferiori al 30%, ad eccezione di Sotheby's che si attesta intorno al 34%. Dunque il grado di liquidità è perlomeno stabile, prospettandosi addirittura un suo incremento sulla base del dato sull'invenduto

già illustrato relativo al 2016. Considerando che in periodi di crisi il tasso generale di invenduto supera il 50%, questo conferma altresì la maturità del mercato (Artprice, 2016).

Dati questi presupposti, le opere d'arte contemporanea rappresentano *assets* di investimento ideali per un fondo d'arte che intenda assicurarsi elevati rendimenti nel breve periodo, ma anche per un fondo che intenda perseguire strategie improntate alla diversificazione, modulando adeguatamente i pesi degli artisti nel portafoglio.

In ogni caso le opere di autori di fascia bassa, i cui prezzi variano fino ad un massimo di 5000 dollari, sono chiaramente più rischiose poiché investire in questo segmento equivale ad investire in nuove *start-up*: è statisticamente provato che solo una piccola percentuale di esse sarà in grado di affermare il proprio modello di *business* e prolungare la propria permanenza sul mercato. Lo stesso vale per la miriade di artisti contemporanei che, si può dire, ogni giorno fanno il loro ingresso sulla scena.

Volendo calcolare il rischio atteso da un portafoglio costituito da opere contemporanee, potremmo considerare una media ponderata dei rischi associati alle singole opere incluse nel portafoglio, approssimando la rischiosità con il tasso di invenduto relativo all'artista cui l'opera è riconducibile, poiché non ci è dato conoscere le modalità di calcolo di rischio e rendimento utilizzate dai grandi *database* informativi come Artprice, Artnet o Art Market Research.

## 5 IL MERCATO DELL'ARTE ONLINE

### 5.1 DIMENSIONI E CARATTERISTICHE DEL MERCATO DELL'ARTE ONLINE

Gli acquisti di opere d'arte online costituiscono un fenomeno piuttosto recente e ancora in fase di consolidamento. In ogni caso le statistiche ci forniscono la visione di un mercato in crescita ma con numerosi punti deboli da rafforzare.

Come prima cosa è opportuno presentare alcuni risultati forniti dal *Hiscox Online Art Trade Report* (Hiscox & ArtTactic, 2017), appunto focalizzato sul mercato dell'arte online. L'andamento delle vendite online è assolutamente positivo: queste sono cresciute del 15% tra il 2015 e il 2016, arrivando ad un ammontare di \$3,75 miliardi. Rispetto al mercato globale dell'arte, quello in rete occupa attualmente una quota dell'8,4%.

Le maggiori case d'asta si stanno attrezzando per potenziare la loro presenza virtuale: per Sotheby's osserviamo un incremento del *business* in rete del 19%, mentre la principale rivale Christie's ha aumentato le attività nel campo del 34% dal 2015 al 2016 (Hiscox & ArtTactic, 2017). Inoltre le vendite concluse nelle aste online rappresentano una quota crescente delle vendite totali in asta. Quindi si nota chiaramente come le case d'asta stiano sfruttando il potenziale del web, sviluppando al loro interno piattaforme di vendita diretta e piattaforme per lo svolgimento di aste online.

Il dato più rilevante da focalizzare è il seguente: mentre negli anni precedenti, tra il 2011 e il 2014, la crescita del mercato in questione aveva luogo tra le sole piattaforme di vendita in rete, la crescita odierna sta interessando in misura maggiore proprio le tradizionali case d'asta fisiche, che stanno rapidamente allestendo infrastrutture web per ampliare il *business* online e sfruttarne le opportunità. Questo primo sguardo sulla dimensione online del mercato dell'arte è confermato dal grafico in Figura 16.

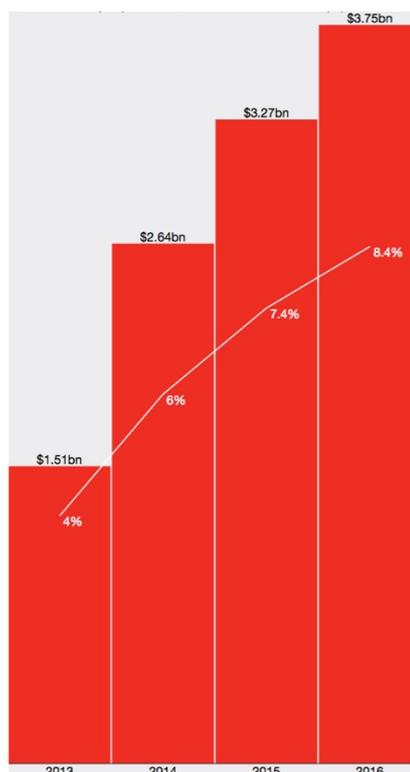


Figura 16: Vendite online (\$ milioni) e quote del mercato dell'arte totale (%). (Fonte: Hiscox & ArtTactic, 2017).

Gli attori che operano in questo mercato sono essenzialmente riconducibili a due gruppi: da un lato le piattaforme esclusivamente dedicate alla vendita di arte online, tra queste in primo piano troviamo Artsy, Artspace, Blacklots e ExhibitionA; dall'altro lato troviamo le tradizionali case d'asta che hanno lanciato il loro *business* online tramite l'installazione di piattaforme web, le quali permettono sia la realizzazione della classica vendita diretta, sia lo svolgimento di aste online, rimanendo tuttavia invariata l'attività *core* delle vendite fisiche in asta.

La rilevanza del ruolo di ciascuna delle due categorie su menzionate è mutata significativamente con i nuovi sviluppi telematici e questo mutamento sembra sostanziarsi in una netta preferenza, da parte di acquirenti e investitori in arte, verso la seconda categoria di *players*, piuttosto che verso la prima, come è possibile osservare dagli istogrammi in Figura 17. Dunque le tradizionali case d'asta, oltre ad estendere il classico *business* delle aste anche alla rete, hanno inglobato il campo d'azione precedentemente occupato solo dalle piattaforme di vendita online allestendo delle proprie piattaforme d'acquisto diretto di opere d'arte, ampliando così la base di clienti.

Si prevede che questa tendenza sarà confermata oltremisura negli anni successivi, per cui il futuro dell'arte in rete sarà ancora scandito dai tradizionali attori del mercato, piuttosto che dai nuovi *players* operanti esclusivamente sul web. Le ragioni, intuitivamente, possono essere ricondotte al tema della reputazione di cui sono investite le case d'asta internazionali, le quali godono di un ampio *background* di operatività nel settore dell'arte e per tale ragione finiscono per essere i *leaders* indiscussi anche per quanto riguarda le nuove prospettive del settore, come le aste online e le vendite online di cui si sta discutendo.

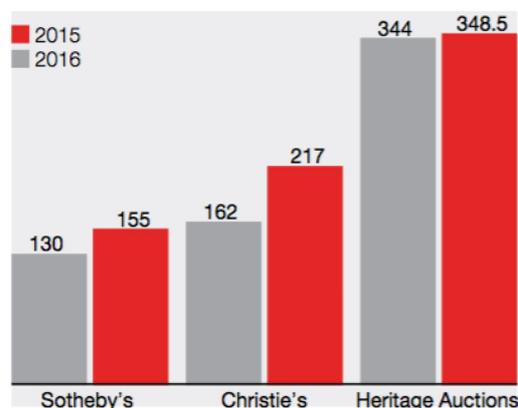


Figura 17: Vendite online (\$ milioni) dalle tradizionali case d'asta, 2015-2016. (Fonte: Hiscox & ArtTactic, 2017).

Un altro dato distintivo riguarda il processo di concentrazione in corso all'interno del mercato dell'arte online. Diverse sono state, infatti, le acquisizioni e le fusioni intervenute nel settore - come l'acquisizione di Lofty da Auction Mobility e la fusione tra Auctionata, ValueMyStuff e Paddle8 - che denotano un incremento sostanziale della competizione all'interno del mercato in questione.

In questo ambito la competizione si gioca sulle strategie di marketing e sul modello di *business* adottato: possiamo distinguere quello classico delle vendite all'asta online, quello dell'acquisto diretto nella galleria online di opere a prezzo fisso, quello di tipo *pay-per-click* che implica il re-indirizzamento del cliente al sito internet della casa d'asta quando il cliente stesso clicca sulla pubblicità online.

Ciò che risulta fondamentale, sia per gli attori tradizionali che per le nuove piattaforme, è in primo luogo il delineamento di strategie ben precise per il futuro, in modo da realizzare il massimo adattamento al mondo digitale e sfruttarne le peculiarità; in secondo luogo appare di vitale importanza la scelta di un modello di *business* adeguato e in grado di condurre alla realizzazione degli obiettivi preposti.

A questo punto bisogna domandarsi quale sia il *target* di investitori che si rivolge al web per effettuare acquisti di opere d'arte. Da quanto emerge dai risultati del sondaggio effettuato da Hiscox e ArtTactic (2017) sulla base della lista di clienti di ArtTactic, gli acquirenti online con un'età compresa tra i 25 e i 29 anni rappresentano il 23% del totale, mentre per altre fasce d'età le percentuali risultano via via minori all'aumentare dell'età dei soggetti. Questo sta a significare che i più vicini al mondo digitale e al mondo "social", ossia i più giovani, sono chiaramente più propensi ad utilizzare i nuovi strumenti di investimento in arte, rivolgendosi alle piattaforme di acquisto online o partecipando in diretta ad aste fisiche tramite la connessione alla rete.

Date queste premesse non si può evitare di richiamare il tema onnipresente dei social media e dei social network, con il ruolo trainante ed espansivo che stanno assumendo anche nell'ambito del mercato dell'arte qui oggetto d'esame. In particolare, da altri sondaggi (Hiscox & ArtTactic, 2017) condotti in merito, Instagram risulta essere il social network di riferimento per quanto riguarda il *business* dell'arte online: primariamente per la vastità del numero di utenti che lo frequentano e che, in particolare, seguono profili di case d'asta, di gallerie e di fiere; secondariamente per lo specifico *format* visivo e funzionale che lo caratterizza, tramite il quale è appunto possibile pubblicare esclusivamente foto e immagini.

Questi strumenti costituiscono i veicoli fondamentali per potenziare la presenza in rete dei tradizionali attori del mercato dell'arte. A titolo esemplificativo, una casa d'asta che sia attiva sui maggiori social network ottiene molta più visibilità per le proprie offerte, nonché un notevole ampliamento della base di potenziali clienti. Ancora, assurge a spiegazione dell'importanza di questi mezzi anche il fatto che essi consentano di modellare la reputazione di un dato soggetto - un *dealer*, una casa d'asta o anche un museo - attraverso il contatto costante di questi ultimi con la clientela. Gli investitori che visitano abitualmente la pagina web o la pagina Instagram di una di queste istituzioni dell'arte vengono esposti a dei messaggi ben precisi che esplicano la loro efficacia proprio grazie al modo in cui lo stesso social network è impostato ed organizzato. Il contatto diretto tra gli

utenti e i profili, senza barriere ed intermediari, conduce in generale ad un più vivo interesse nei confronti del mondo artistico e, nel lungo termine, ad un incremento delle vendite tramite i canali tradizionali e non. Gioca un ruolo preponderante, poi, la presenza sui medesimi social network di esperti e figure di spicco come direttori di musei e importanti *art dealers*, i quali rappresentano voci autorevoli nel mondo dell'arte e perciò ne stanno divenendo i nuovi *influencers*. A tal proposito possiamo richiamare le personalità illustri di Matt Carey-Williams per Phillips, Brett Gorvy per Christie's e l'*art dealer* Simon De Pury, che contano migliaia di seguaci su Instagram.

Per i meccanismi che si innescano all'interno del mondo "social", dunque, a domandare opere d'arte sul web saranno perlopiù gli assidui frequentatori dei social network: l'intuizione è confermata dal dato statistico già riferito in precedenza.

La chiave per la futura crescita del *business* dell'arte online è rappresentata certamente da tali veicoli, almeno per quanto riguarda un determinato gruppo di "consumatori" di opere d'arte, giovani collezionisti o individui estranei al mondo dell'arte, e perlopiù nella fase iniziale del ciclo di vita del cliente, ovvero nel momento in cui egli si avvicina per le prime volte ai veicoli di acquisto presenti in rete. Dall'altro lato non sarà sufficiente intensificare l'impegno in tal senso, ossia potenziare le piattaforme di scambio e i social network, se parallelamente non saranno poste in essere le misure in grado di risolvere l'esitazione di molti clienti dinanzi all'acquisto online di beni come le opere d'arte, della quale si tratterà più approfonditamente nel prosieguo.

Qui è necessario soffermare l'attenzione su un'altra variabile, ossia il prezzo, che va a correlarsi e ad anticipare il discorso riguardante le incertezze e i problemi che circondano gli acquisti di opere d'arte online.

Dallo stesso report cui si è fatto riferimento più volte (Hiscox & ArtTactic, 2017), risulta che per il 79% degli acquirenti d'arte online la spesa è inferiore ai \$5000 per ogni opera acquistata: la fascia di prezzo è visibilmente bassa per la gran parte del totale di acquirenti. Oltretutto, un altro dato concernente soltanto la fascia di acquirenti online di età tra i 20 e i 35 anni, e quindi i più assidui frequentatori della rete, mostra che il 33% di costoro paga in media un prezzo inferiore ai \$500. Decrescenti sono le percentuali di giovani clienti all'aumentare del prezzo medio, come la Figura 18 mette in luce.

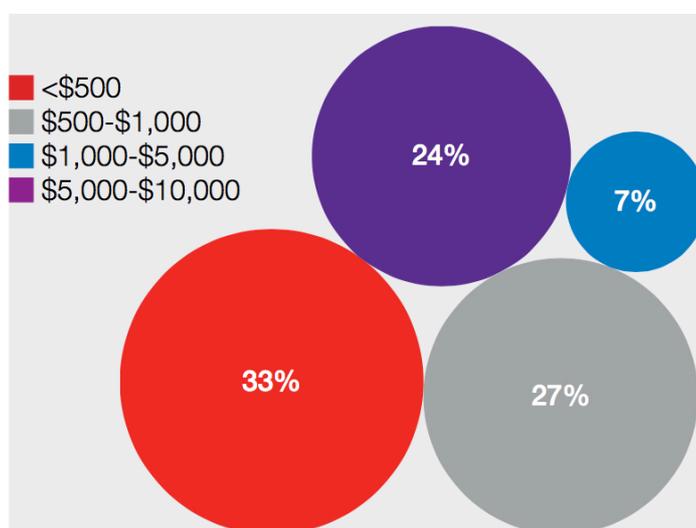


Figura 18: Prezzo medio pagato per opere d'arte online. (Fonte: Hiscox & ArtTactic, 2017).

Quindi, in generale, chi si rivolge alle piattaforme d'acquisto in rete non è propenso ad effettuare ingenti spese, data la natura virtuale del mezzo con cui le transazioni vengono concluse; inoltre i visitatori più frequenti delle suddette piattaforme, i più giovani, non spendono in media più di \$1000 per un'opera d'arte vista ed acquistata in rete.

Tirando le somme, esiste una sostanziale riluttanza da parte di tutte le fasce di consumatori ad effettuare acquisti in un "non luogo", persino dagli *habitué* della rete e quindi i più esperti dell'ambiente telematico, come è comprovato dal basso *budget* di spesa messo a disposizione da costoro per gli acquisti di opere d'arte online. La tendenza a posizionarsi su fasce di prezzo più basse non è relazionata all'incapacità o alla difficoltà di utilizzo delle piattaforme web con cui si realizzano gli scambi, tant'è vero che anche i più abili si mostrano piuttosto scettici nell'ampliare la propria spesa: tutto ciò è indice di una insicurezza di fondo circostante l'investimento in opere d'arte tramite mezzi telematici.

## 5.2 L'ESITAZIONE NEGLI ACQUISTI IN RETE

Nonostante la crescita che il mercato online ha subito negli ultimi anni e quella, ancor più forte, che si prospetta per quelli successivi, rimane latente una certa prudenza da parte dei collezionisti nei confronti degli acquisti virtuali, diretti o tramite asta, di beni come le opere d'arte, trattandosi di transazioni che spesso richiedono l'esborso di ingenti risorse finanziarie eccedenti il mero prezzo di vendita. Cercheremo dunque di indagare le motivazioni della considerevole cautela impiegata dagli investitori in tale ambito.

Innanzitutto gli scambi di opere d'arte in rete avvengono, per definizione, in uno spazio telematico caratterizzato dall'assenza di barriere fisiche, collegamenti territoriali e dimensioni spazio-temporali (Fabris, 2013). L'unica fase che resta al di fuori dell'astrattezza telematica è la consegna effettiva del bene che, per la propria intrinseca fisicità, non può infine non essere recapitato all'acquirente. Al giorno d'oggi i consumatori possono accedere, proprio grazie alla rete, ad una quantità immensa di informazioni, dunque nel nostro caso i collezionisti che si apprestano ad acquistare un'opera d'arte online si dedicheranno alla ricerca di informazioni sull'artista, sulle condizioni dell'opera, sul rivenditore della stessa, sui precedenti proprietari e su ogni genere di elemento che potrà risultare utile al fine di condurre alla conclusione dello scambio. Nonostante la maggiore trasparenza, il rapporto contrattuale tra le parti all'interno del patto di vendita resta sostanzialmente squilibrato a discapito del compratore, che per ragioni pratiche non può prendere visione diretta dell'opera d'arte. Proprio la visione personale e diretta del bene è il presupposto base per la nascita del sentimento estetico che lega il collezionista a tutte le opere acquistate e inserite nella propria collezione. Dunque il primo timore per coloro che intendono acquistare online un'opera d'arte è che l'opera in questione possa essere differente da come le loro aspettative la prefiguravano, così permangono negli acquirenti forti dubbi circa il suo reale stato fisico.

Un secondo nodo da sciogliere coincide con la necessità del compratore di raccogliere un quantitativo di informazioni sull'opera oggetto di interesse tale da poterne comprovare l'autenticità e il valore. L'informazione più ambita e più preziosa è quella riguardante i prezzi. Una percentuale pari all'88% del totale degli acquirenti d'arte online, sempre secondo il già citato report di Hiscox e ArtTactic (2017), ritiene indispensabile una certa trasparenza sui prezzi di modo che gli acquisti siano supportati da adeguate valutazioni e da comparazioni sia con i prezzi di altre opere, sia con i prezzi della medesima opera in periodi precedenti.

Altro elemento in molti casi imprescindibile è la consulenza da parte di un professionista del settore, prima di procedere all'acquisto. Il 73% degli intervistati, in uno dei sondaggi condotti da Hiscox e ArtTactic (2017), dichiara di volere l'opportunità di parlare con un esperto prima di assumere la decisione d'acquisto. Quest'ultimo fattore evidenzia il notevole bisogno degli acquirenti di conoscere il livello di reputazione caratterizzante l'opera che intendono acquistare e, ovviamente, del suo autore: essi tentano in ogni modo possibile di filtrare segnali di qualità e ne cercano conferma nel parere e nel giudizio di esperti del mercato. Una possibile soluzione a questi problemi potrebbe essere rappresentata dall'accrescimento, in primo luogo, della reputazione del sito di vendita: che si tratti del portale online di una galleria, di una piattaforma di vendita, di una piattaforma di aste online o di un'altra qualsiasi tipologia di sito d'acquisti. Questo risultato è ottenibile istituendo un sistema di recensioni tramite cui gli acquirenti che abbiano già avuto esperienze presso la piattaforma in questione possano dare un loro *feedback*, che verrebbe reso disponibile per i futuri acquirenti. Intensificando e accrescendo la reputazione dei venditori, si accrescerebbe di riflesso anche quella delle opere oggetto di vendita e verrebbero, così, risolte le incertezze degli acquirenti in merito alla qualità delle opere. Ciò, però, non li dispensa da un altro rischio, legato alla consegna dell'opera, la quale dovrebbe essere circondata dalle apposite garanzie e dalla precisazione di tutte le opzioni di trasporto.

Possiamo osservare, dunque, come sia necessario accompagnare il cliente nell'acquisto online di opere d'arte, nonostante le procedure in rete siano caratterizzate da una maggiore velocità e, solo apparentemente, da una maggiore semplicità. Prima dello scambio l'acquirente dovrebbe essere assicurato circa l'autenticità dell'opera che intende acquistare, nonché circa la sua qualità, con tutto ciò che attiene al concetto stesso di qualità e a quello di reputazione. Anche successivamente all'acquisto, però, dovrebbero proseguire gli sforzi di assicurazione, come il marketing ci insegna, per esempio aggiornando i clienti sugli sviluppi di carriera dell'artista del quale hanno acquistato le opere. Queste argomentazioni valgono ovviamente per quei gruppi di soggetti interessati all'aspetto emozionale dell'investimento in arte, e quindi interessati effettivamente a possedere il bene artistico. Successivamente, invece, ci occuperemo di un'altra categoria di investitori, meno interessati alle questioni sopra riportate e più attenti ai ritorni finanziari e per i quali, di conseguenza, le preoccupazioni e le premure differiscono da quelle di cui si è appena discusso.

### 5.3 LE STRATEGIE DI SOTHEBY'S

Si rende necessario, a questo punto dell'analisi, fare alcune riflessioni sulle probabili strategie vincenti in un contesto come quello delineato precedentemente: il mercato dell'arte online appare come un terreno fertile e dall'enorme potenziale, soprattutto per l'attrazione di nuove categorie di acquirenti e investitori in senso stretto, ma il passaggio da "potenza" ad "atto" è in qualche modo trattenuto da alcuni elementi che inducono un certo grado di scetticismo tra i collezionisti e tra gli acquirenti *una tantum* circa l'utilizzo di strumenti online per effettuare transazioni.

Per alcuni versi i problemi che si incontrano in rete, relativamente al mercato dell'arte, possono essere considerati in una certa misura meno accentuati per il fatto stesso di essere proiettati in una dimensione, quale la rete, che ne semplifica alcune direttrici. Si pensi, ad esempio, alla scarsa liquidità del mercato e alla sua opacità: proiettandole entrambe nell'ambito delle piattaforme di acquisto e vendita o di aste online, le anomalie in questione risultano di portata certamente inferiore. Infatti la possibilità di consultare agevolmente cataloghi elettronici di opere su differenti piattaforme esistenti in rete consente di confrontare tra loro prezzi e condizioni contrattuali, cosa che incrementa la trasparenza del mercato e facilita il processo decisionale di coloro che sono propensi ad acquistare opere d'arte tramite canali non convenzionali. Altresì la modalità stessa con cui le transazioni vengono concluse, spesso attraverso una serie di semplici click del mouse, giova al grado di liquidità del mercato, per il semplice fatto che la pervasività della rete agevola notevolmente la ricerca della controparte, anche nelle transazioni di elevato valore artistico.

Da un simile punto di vista, rendere più funzionali ed efficienti queste tipologie di strumenti consentirebbe, da un lato, di sviluppare nella giusta direzione il *business* delle vendite online, sia dirette sia tramite asta, in modo da indirizzare i clienti verso fasce di prezzo più elevate; dall'altro lato condurrebbe ad "efficientare" il mercato dell'arte nel suo complesso, risolvendone l'illiquidità e l'opacità intrinseche. Si rivela, perciò, opportuno presentare a titolo esemplificativo un caso evidentemente orientato verso questa direzione: si tratta della *partnership* tra la famosa casa d'aste inglese Sotheby's e la piattaforma di commercio elettronico Ebay, da cui, appunto, ha preso le mosse una sostanziale integrazione tra due sistemi e ambienti difformi.

La collaborazione tra i due colossi era stata preannunciata sin dal 2014, per sfociare nella dichiarazione ufficiale, il 17 marzo 2015, della nascita di una nuova piattaforma per aste online che avrebbe consentito di partecipare in diretta alle aste targate Sotheby's da qualsiasi parte del mondo (Maggi, 2015). Già in passato vi erano stati vani tentativi di instaurare collaborazioni di tal genere, tuttavia è dal 2008 che i beni di lusso, e quindi anche l'arte, hanno fatto il loro reale ingresso nel terreno virtuale e da quel momento è iniziata la proliferazione delle piattaforme di vendita di opere d'arte online: quella di Artnet è stata la prima di aste svolte esclusivamente in rete.

In sostanza la *partnership* ha permesso, come accade tutt'ora, a molti clienti di eBay di accedere alle aste fisiche condotte da Sotheby's attraverso una connessione a Internet, la rete delle reti: per Sotheby's era necessario e di vitale importanza rilanciare nel complesso il proprio *business*, cosa che l'istituto inglese ha fatto principalmente in due mosse. La prima è rappresentata dall'apertura delle proprie aste fisiche a utenti

collegati ad una rete, dunque non presenti fisicamente nel luogo di svolgimento dell'asta, grazie appunto alla *partnership* con eBay. La seconda mossa è costituita da una seconda e altrettanto importante collaborazione tra la casa d'asta inglese e la piattaforma online Invaluable: essa ha decretato il lancio definitivo del *business* delle aste online, ampliando ulteriormente la presenza in rete di Sotheby's attraverso lo svolgimento di aste non fisiche e l'implementazione di nuove funzionalità da mettere a disposizione dei clienti grazie ai *software* all'avanguardia forniti da Invaluable. In soli cinque mesi, a partire dalla prima asta tenutasi a Londra il 19 marzo 2015, è aumentato del 55% il numero di collezionisti che hanno partecipato alle aste online. La tecnologia di Invaluable ha chiaramente giocato un ruolo di primo piano per il potenziamento della strategia digitale di Sotheby's (Marchesoni, 2015).

A conferma del successo ottenuto da Sotheby's nell'ambito del *business* online ci è giunta dalla stampa la recente notizia che, a partire dal 16 settembre 2017, la stessa casa d'asta ha abolito il pagamento delle commissioni di vendita sui lotti acquistati tramite aste esclusivamente online (Barrilà, 2017). I portavoce dell'istituto affermano che il *business* online ha costituito lo strumento principe per l'ampliamento del bacino di clienti, i quali vengono attratti tramite il canale web e poi indirizzati, quasi automaticamente, verso altre aree di *business*, come le aste fisiche e le tradizionali attività di vendita di opere d'arte. Nel 2016 Sotheby's ha tenuto sedici aste esclusivamente online, raddoppiando questo numero nell'anno corrente (Barrilà, 2017). Il prezzo medio dei lotti venduti in rete risulta di fascia medio-bassa, intorno ai \$10.000, confermando le evidenze già riportate precedentemente. Dall'altro lato, però, la casa d'asta ha aumentato le commissioni di vendita nelle aste fisiche, che comunque continuano ad essere le più frequentate; di conseguenza le commissioni tradizionali, come il cosiddetto *buyer's premium*, generano maggiori introiti. A Sotheby's, dunque, è convenuto annullare le commissioni sugli acquisti online, che rappresentano una sorta di barriera all'entrata per i clienti ancora estranei al mondo dell'arte e, una volta che essi saranno acquisiti e magari fidelizzati, saranno certamente disposti a pagare le maggiori commissioni applicate ai canali tradizionali.

In conclusione, dall'evidenza empirica osserviamo chiaramente quale sia il ruolo che gli operatori del mercato dell'arte hanno deciso di attribuire al web e alle sue funzionalità: non è altro che quello di attrarre nuovi clienti con l'obiettivo di diversificare le offerte, le fasce di prezzo e le strategie per ottenere sempre maggiori guadagni. Non tutti i giorni, infatti, vediamo concludersi transazioni da milioni di dollari, perciò nel lungo termine le strategie di case d'aste e di *art dealers* non possono essere esclusivamente fondate sulla vendita di singoli lotti di elevato valore. È stato fondamentale, quindi, comprendere l'importanza di offrire anche prodotti di qualità inferiore in grado di attrarre i gruppi di clienti con minori possibilità di spesa, e proprio la rete è il canale principe con cui realizzare tale scopo.

#### 5.4 COME È POSSIBILE FARE *ART TRADING* ONLINE

Nelle precedenti argomentazioni in tema di *art funds* si è potuto asserire che, per la categoria di soggetti interessati esclusivamente o quasi al ritorno finanziario di un investimento in opere d'arte, è preferibile rivolgersi, appunto, ad istituti come gli *art funds*, all'interno dei quali i *boards* di gestori sono in grado di

selezionare le migliori opportunità di investimento in relazione all'ammontare di capitale versato dagli aderenti al fondo. Questo vale, in generale, non soltanto per l'*asset* arte ma per tutte le attività di investimento che offrono rendimenti finanziari. Dunque la composizione di un portafoglio efficiente, compatibile con le preferenze degli investitori in ambito di rischio, rendimento e *holding period*, è demandata a gruppi operativi di esperti nella gestione di risorse altrui: nel mondo dell'arte le competenze e le conoscenze richieste non riguardano solamente l'*asset allocation*, ma anche tematiche puramente estetiche, in particolar modo è necessario avere consapevolezza e confidenza con le tendenze in atto nel mercato artistico, in modo da poter fiutare con il giusto tempismo quelle future che, già nel presente, iniziano a delinearci. Ciò è fondamentale per l'impostazione di una strategia di investimento vincente.

Fatta questa premessa, possiamo ora tentare un collegamento tra le presenti argomentazioni con quelle relative agli sviluppi telematici del mercato dell'arte. Con qualche semplificazione, potremo affermare la fattibilità di una strategia di investimento autonoma, ossia fissata senza il supporto di un fondo a ciò preposto, con la quale si auspica di raggiungere un sufficiente livello di efficacia. Questo vuole significare che un qualunque appassionato di arte, collezionista da tempo o meno, potrebbe assumere decisioni sull'allocazione delle proprie risorse finanziarie grazie alla maggiore trasparenza apportata al mercato dalla presenza di cataloghi elettronici consultabili su artisti e prezzi e, ovviamente, dalla presenza di varie piattaforme di vendita e di aste online sulle quali è possibile concludere transazioni anche senza mai visionare le opere d'arte. La parziale risoluzione, in campo virtuale, di alcune delle anomalie fondanti il mercato dell'arte così come oggi è conosciuto apre nuovi scenari per l'investimento finanziario in arte: dunque occorre concentrarsi, ancora una volta, solamente su quei soggetti con l'unico obiettivo di massimizzare i profitti o di diversificare il portafoglio.

Uno dei primi problemi da affrontare, nonché uno degli elementi che di fatto porta numerosi individui a rivolgersi ad esperti e professionisti per potersi avvicinare al mondo dell'arte, è la sostanziale inaccessibilità delle informazioni rilevanti per porre in essere strategie di investimento, ma anche semplicemente per poter effettuare l'acquisto di un'opera. Con l'emancipazione dell'arte in rete, un utile strumento di cui gli investitori possono servirsi, in grado di colmare la lacuna informativa, è l'enorme *database* Artfacts.net, che offre un sistema di valutazione della carriera di un artista sulla base delle mostre alle quali ha partecipato e sulla base di un punteggio attribuito a ciascuna mostra. Una raccolta dati di questo genere è vantaggiosa specialmente per orientarsi nell'universo dell'arte contemporanea e, ancor più, tra gli artisti meno conosciuti e per i quali è difficile fare oggettive previsioni di valore per la marcata scarsità di informazioni. Gli artisti in questione, appartenenti appunto al filone contemporaneo e non ancora "esplosi" dal punto di vista internazionale, costituiscono altresì quella categoria di fascia bassa alla quale si rivolge la maggior parte di coloro che effettuano compravendite d'arte tramite la rete. Quanto affermato prospetta nuove opportunità per i molti soggetti interessati ai beni artistici da un punto di vista meramente finanziario: il segmento contemporaneo è proprio quello che offre un profilo migliore per quanto riguarda i rendimenti. Dunque gli strumenti di questo genere reperibili online vanno a sostituire i professionisti in persona fisica che offrono consulenza in materia,

velocizzando l'intero processo di acquisto di opere d'arte. La conseguenza è un avvicinamento ulteriore di tutti questi soggetti al mondo dell'arte.

Un altro problema che incontra parzialmente risoluzione nelle novità telematiche del campo artistico è quello dell'illiquidità, e del conseguente eccessivo lasso temporale intercorrente tra due successive vendite di un medesimo bene d'arte, cosa che normalmente rende impossibile il successo di strategie speculative. Si è ampiamente discusso circa la difficoltà di trovare tempestivamente un acquirente per un'opera d'arte nel caso in cui si desiderasse venderla per monetizzare un guadagno, ad esempio, o semplicemente per il cambiamento dei gusti estetici. Le opere dall'alto valore artistico sono quelle per cui il *lag* temporale in questione risulta maggiore, perché è più complessa la ricerca del compratore, mentre è minore per le opere di fascia più bassa. Queste ultime, ripetiamo, sono quelle più scambiate in rete e, il fatto stesso di essere negoziate online, ne abbrevia ulteriormente i tempi di acquisto e rivendita successiva.

Chiaramente chi sceglie una linea d'azione del tipo "acquista e vendi", molto agevolata dalle piattaforme online, non è interessato all'investimento estetico, proprio perché mira ad acquistare e vendere continuamente, rinunciando per definizione alla possibilità di visionare personalmente le opere. In questo modo sarebbe possibile ipotizzare, cautamente, la fattibilità di strategie speculative attraverso le suddette piattaforme online: in primo luogo per i motivi su elencati e riferiti alla maggiore trasparenza sul mercato dell'arte e al più agevole incontro tra domanda e offerta accorciandosi, in tal modo, il tempo tra una transazione e l'altra; in secondo luogo per la dimensione assunta in rete dai costi di transazione.

I costi di transazione, nel mercato dell'arte, rappresentano un'ampia percentuale del capitale investito per acquistare una singola opera poiché includono, oltre alle commissioni da corrispondere al venditore, anche un'ampia serie di costi aggiuntivi già lungamente discussi e legati essenzialmente al trasporto, alla conservazione e alla sicurezza dell'opera. Tuttavia questi costi si riducono notevolmente se le transazioni vengono eseguite tramite canali online, che consentono in primo di luogo di ridurre il costo della ricerca e della consulenza. Inoltre, molto recentemente la casa d'aste Sotheby's ha deciso di abolire le commissioni di vendita sui lotti acquistati tramite aste online, e molto probabilmente altri attori del mercato decideranno di attuare la stessa soluzione per rimanere competitivi: questo potrebbe condurre a un significativo incremento dei volumi di vendita realizzati sul mercato online e le conseguenze di ciò sono ancora tutte da osservare. Sicuramente le opportunità di speculazione saranno maggiori proprio nel periodo di transizione che si va aprendo, durante il quale non tutte le piattaforme offriranno lo stesso servizio al medesimo costo e le condizioni contrattuali non saranno allineate, poiché molte di esse non hanno ancora seguito l'esempio di Sotheby's eliminando a loro volta le commissioni di vendita sulle transazioni online. Perciò gli effettivi ritorni finanziari realizzabili in questo rinnovato scenario del mercato dell'arte, in particolare in rete, non sono ancora prevedibili con certezza, tuttavia è sicuramente atteso un generale cambiamento di prospettiva per quanto riguarda l'investimento speculativo in arte.

## CONCLUSIONI

L'obiettivo dell'elaborato era quello di analizzare il mercato dell'arte sotto il punto di vista finanziario, ossia considerando le opere d'arte come beni di investimento alternativi. Dopo aver offerto una panoramica statistica sul mercato dei beni da collezione, la trattazione è stata successivamente focalizzata sul mercato dell'arte, e specificamente sui dipinti, evidenziandone i trend tendenzialmente positivi. L'attenzione è stata indirizzata verso la struttura organizzativa del mercato e dei *players* presenti: ciò ha consentito di analizzare le modalità di compravendita maggiormente diffuse e adoperate dai mercanti d'arte e dalle case d'asta; le tecniche di valutazione; l'evoluzione rappresentata dai mercati telematici dell'arte.

L'analisi dell'arte come *asset class* finanziaria e dello strumento degli *art funds* ha consentito di evidenziare le peculiarità, per il gestore, di utilizzare tali *asset classes*. Il processo di selezione comporta una valutazione corretta e coerente delle opere. La sostanziale difficoltà nell'esprimere un valore oggettivo rende, però, incerta la decisione di inserirle con contezza all'interno di un portafoglio di investimento.

Mediante un preciso ragionamento si è evidenziata la stretta connessione tra il concetto di qualità e quello di reputazione, che rappresenta la base della determinazione del valore artistico di un'opera. Oltre all'aspetto concettuale è stato affrontato quello quantitativo, attraverso l'illustrazione analitica delle modalità di costruzione degli indici di prezzo e delle loro possibili applicazioni. Gli indici di prezzo nel mercato dell'arte sono utilizzati in primo luogo per stimare a livello aggregato sia i prezzi delle opere sia le loro performance in termini di rendimento, ma anche per dare una misura approssimativa del grado di volatilità del mercato e della sua correlazione con altri mercati. È da sottolineare l'importanza dell'ultima funzione degli indici di prezzo in relazione alla composizione del portafoglio di investimento e all'allocazione delle attività al suo interno. Essi risultano utili anche per altri contesti, come ad esempio quello degli *art funds*, all'interno dei quali i gestori dei fondi, con l'obiettivo di impostare strategie di investimento efficaci, devono servirsi dei migliori strumenti valutativi sia a livello aggregato sia a livello di specifiche opere da acquistare.

Un argomento complesso è stato quello della corretta valutazione dei rendimenti, tuttavia raccogliendo gli spunti e i risultati forniti da diversi studiosi del mercato dell'arte, si è potuto sostenere l'esistenza di una correlazione positiva molto bassa tra gli indici d'arte e gli indici azionari e obbligazionari, a sostegno della possibilità di diversificare il portafoglio di investimento inserendo al suo interno opere d'arte, salvo particolari eccezioni riguardanti specifici segmenti del mercato. Successivamente è stato affrontato il tema della rischiosità, attraverso l'applicazione del CAPM al mercato dell'arte, con l'estensione della possibile applicazione dei modelli multifattoriali attraverso l'implementazione degli *smart beta*.

Nel complesso, l'elaborato prende le mosse da quelle che sono le principali caratteristiche del mercato dell'arte, che molto spesso ne incarnano contemporaneamente le maggiori criticità, per arrivare a proporre soluzioni o a indicare strumenti utili per quegli individui meno interessati all'aspetto estetico dell'investimento e più a quello della performance finanziaria.

## BIBLIOGRAFIA

Anderson, R. C. (1974) - Paintings as an investment. *Economic Inquiry*, 12(1), 13-26.

Artprice (2016) - Il rapporto annuale sul mercato dell'arte. Contemporanea 2016. Technical report, Artprice.

Ashenfelter, O. & Graddy, K. (2002) - Art auctions: A survey of empirical studies (No. w8997). *National bureau of economic research*, NBER WORKING PAPER SERIES.

Ashenfelter, O. & Graddy, K. (2011) - Sale rates and price movements in art auctions. *The American Economic Review*, 101(3), 212-216.

Baker, M. & Wurgler, J. (2006) - Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

Barrilà, S. A. (2017) - Sotheby's elimina le commissioni sulle aste online. *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*.

Bates, C. S. (2015) - Measuring Price Activity in the Art Investment Market. In *Proceedings of the 1984 Academy of Marketing Science (AMS) Annual Conference* (pp. 422-426). Springer, Cham.

Baumol, W. J. (1986) - Unnatural value: or art investment as floating crap game. *The American Economic Review*, 76(2), 10-14.

Beckert, J. & Rössel, J. (2013) - The price of art: Uncertainty and reputation in the art field. *European Societies*, 15(2), 178-195.

Benhamou, F. & Ginsburgh, V. (2006) - Copies of artworks: the case of paintings and prints. *Handbook of the Economics of Art and Culture*, 1, 253-283.

Biey, M. L. & Zanola, R. (1999) - Investment in paintings: a short-run price index. *Journal of Cultural Economics*, 23(3), 209-219.

Brown, S. J., Goetzmann, W., Ibbotson, R. G. & Ross, S. A. (1992) - Survivorship bias in performance studies. *The Review of Financial Studies*, 5(4), 553-580.

Brunelli, R. & Pulzella, S. (2015) - Investire in arte e collezionismo. *Trading Library*.

- Bryan, M. F. (1985) - Beauty and the bulls: the investment characteristics of paintings. *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Cleveland*, 1, 2-10.
- Campbell, R. (2005) - Art as an alternative asset class. *Maastricht University–LIFE working paper*.
- Campbell, R. (2008) - Art as a financial investment. *The Journal of Alternative Investments*, 10(4), 64-81.
- Chanel, O., Gérard-Varet, L. A. & Ginsburg, V. (1992) - The relevance of hedonic price indices: the case of paintings. *Universités d'Aix-Marseille II et III*.
- Chanel, O., Gérard-Varet, L. A. & Ginsburgh, V. (1994) - Prices and returns on paintings: an exercise on how to price the priceless. *The GENEVA Papers on Risk and Insurance-Theory*, 19(1), 7-21.
- Chanel, O. (1995) - Is art market behaviour predictable?. *European Economic Review*, 39(3), 519-527.
- Chanel, O., Gérard-Varet, L. A. & Ginsburgh, V. (1996) - The relevance of hedonic price indices. *Journal of Cultural Economics*, 20(1), 1-24.
- Charlin, V. & Cifuentes, A. (2014) - An investor-oriented metric for the art market. *The Journal of Alternative Investments*, 17(1), 87-101.
- Crippa, N. (2015) – Arte: da bene rifugio a investimento. *Collezione da Tiffany* [e-journal]
- Crippa, N. (2015) – L'evoluzione del mercato dell'arte. *Collezione da Tiffany* [e-journal]
- Cropper, M. L., Deck, L. B. & McConnell, K. E. (1988) - On the choice of functional form for hedonic price functions. *The Review of Economics and Statistics*, 668-675.
- Deloitte (2016) - Arts, collectibles & wealth management', Technical report, Deloitte.
- Dimson, E. & Spaenjers, C. (2011) - Ex post: The investment performance of collectible stamps. *Journal of Financial Economics*, 100(2), 443-458.
- Dimson, E. & Spaenjers, C. (2014) - Investing in emotional assets. *Financial Analysts Journal*, 70(2), 20-25.

- Dimson, E. & Spaenjers, C. (2014) - The investment performance of art and other collectibles. 'Risk and Uncertainty in the Art World', Bloomsbury Publishing, pp. 219-238.
- Ekelund Jr, R. B., Jackson, J. D. & Tollison, R. D. (2017) - The economics of American art: Issues, artists and market institutions. *Oxford University Press*.
- Emanuele, E. F. M. (2015) - Arte e finanza. Edizioni Scientifiche Italiane.
- Fabris, F. (2013) – L'acquisto di opere d'arte "on line": caratteri e forme di tutela per il collezionista. *BusinessJus*. [e-journal]
- Frey, B.S. & Eichenberger, R. (1995) - On the return of art investment return analyses. *Journal of Cultural Economics*, 19(3), 207-220.
- Frey, B. S. & Meier, S. (2006) - The economics of museums. *Handbook of the Economics of Art and Culture*, 1, 1017-1047.
- Galenson, D. (2005) - Anticipating Artistic Success. *World Economics*, 6(2), 11-26.
- Galenson, D. (2008) - The back story of twentieth-century art (No. w14066). *National Bureau of Economic Research*, NBER WORKING PAPER SERIES.
- Galenson, D. (2009) - Conceptual revolutions in twentieth-century art (No. w15073). *National Bureau of Economic Research*, NBER WORKING PAPER SERIES.
- Geman, H. & Velez, T. (2015) - On rarity premium and ownership yield in art. *The Journal of Alternative Investments*, 18(1), 8-21.
- Gérard-Varet, L. A. (1995) - On pricing the priceless: comments on the economics of the visual art market. *European Economic Review*, 39(3), 509-518.
- Ginsburgh, V. & Weyers, S. (2006) - Creativity and life cycles of artists. *Journal of Cultural Economics*, 30(2), 91-107.
- Ginsburgh, V., Mei, J. & Moses, M. (2006) - The computation of prices indices. *Handbook of the Economics of Art and Culture*, 1, 947-979.

- Goetzmann, W. N. (1993) - Accounting for taste: Art and the financial markets over three centuries. *The American Economic Review*, 83(5), 1370-1376.
- Goetzmann, W. N. & Peng, L. (2002) - The bias of the RSR estimator and the accuracy of some alternatives. *Real Estate Economics*, 30(1), 13-39.
- Goetzmann, W. N. & Spiegel, M. (1995) - Private value components, and the winner's curse in an art index. *European Economic Review*, 39(3), 549-555.
- Goetzmann, W. N., Renneboog, L. & Spaenjers, C. (2009) - Art and money (No. w15502). *National Bureau of Economic Research*
- Goetzmann, W., Mamonova, E. & Spaenjers, C. (2014) - The economics of aesthetics and three centuries of art price records (No. w20440). *National Bureau of Economic Research*, NBER WORKING PAPER SERIES.
- Graddy, K. (2013) - Taste endures! The rankings of Roger de Piles († 1709) and three centuries of art prices. *The Journal of Economic History*, 73(3), 766-791.
- Guenzi, M. (2014) - Anomalie del mercato dell'arte contemporanea /1: le asimmetrie informative nella contrattazione di opere d'arte, *Economia&Diritto. Analisi, spunti e riflessioni su temi economico-giuridici*. [e-journal]
- Guenzi, M. (2014) - Anomalie del mercato dell'arte contemporanea /2: il problema della selezione avversa degli artisti e delle gallerie, *Economia&Diritto. Analisi, spunti e riflessioni su temi economico-giuridici*. [e-journal]
- Guenzi, M. (2014) - Anomalie del mercato dell'arte contemporanea /3: il meccanismo di formazione dei prezzi, *Economia&Diritto. Analisi, spunti e riflessioni su temi economico-giuridici*. [e-journal]
- Highfill, J. & O'Brien, K. (2007) - Bidding and prices for online art auctions: sofa art or investment. *Journal of Cultural Economics*, 31(4), 279-292.
- HISCOX & ArtTactic (2017) - The Hiscox online art trade Report 2017. A market yet to awaken? Technical report, ArtTactic & HISCOX.

- Janssen, S. (2001) - The empirical study of careers in literature and the arts. *The Psychology and Sociology of Literature*, 35, 323-357.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979) - Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 263-291.
- Karpik, L. (2010) – Valuing the Unique. The Economics of Singularities, *Princeton, NJ: Princeton University Press*.
- Knight Frank (2017) - The Wealth Report. The global perspective on prime property and investment, Technical report, Knight Frank.
- Kraeusl, R. & Logher, R. (2010) - Emerging art markets. *Emerging Markets Review*, 11(4), 301-318.
- Kraeusl, R. & Wiehenkamp, C. (2012) - A call on Art investments. *Review of Derivatives Research*, 15(1), 1-23.
- Lee, S. H. & Lee, J. W. (2016) - Art Fairs as a Medium for Branding Young and Emerging Artists: The Case of Frieze London. *The Journal of Arts Management, Law, and Society*, 46(3), 95-106.
- Lovo, S. & Spaenjers, C. (2014) - Unique durable assets. *Research paper no. fin-2014-1037, HEC Paris*.
- Maggi, N. (2015) - Aste online: "Matrimonio" tra Sotheby's e Ebay, *Collezione da Tiffany*. [e-journal]
- Maggi, N. (2015) – Aste online: “Matrimonio” tra Sotheby’s e Ebay. *Collezione da Tiffany* [e-journal]
- Maggi, N. (2017) – L’arte contemporanea rilancia il mercato delle aste internazionali (+5,3%). *Collezione da Tiffany* [e-journal]
- Maggi, N. (2017) – Smart tag: con il DNA sconfiggeremo i falsari d’arte. *Collezione da Tiffany* [e-journal]
- Mandrini, R. (2013) – Art as method, between commitment and survey. A conversation with the collector Simon Mordant, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*
- Marchesoni, M. A. (2015) - Sotheby's integra il business online nella piattaforma Invaluable, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*

- Marchesoni, M. A. (2017) - Investire in arte, un fondo per i tangible asset, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*
- Marchesoni, M.A. (2014) – Art Funds: From black-box to full-transparency. Serge Tiroche’s strategy, co-founder with Russ DeLeon of Art Vantage PCC Limited, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY*
- Mei, J. & Moses, M. (2002) - Art as an investment and the underperformance of masterpieces. *The American Economic Review*, 92(5), 1656-1668.
- Mei, J. & Moses, M. (2002) - Economic Activity and Painting Performance, *Working paper, Stern School of Business, New York University*.
- Mei, J. & Moses, M. (2005) - Beautiful Asset: Art as Investment, *Journal of Investment Consulting* 7(2), 45-51.
- Mei, J. & Moses, M. (2005) - Vested interest and biased price estimates: Evidence from an auction market. *The Journal of Finance*, 60(5), 2409-2435.
- Morabito, S. (2014) – Strumenti di valutazione per le opere d’arte. Perizia, expertise e autentica. *BusinessJus* [e-journal]
- Morabito, S. (2016) – Aspetti giuridici della vendita all’asta di opere d’arte. *BusinessJus*. [e-journal]
- Morgner, C. (2014) - The art fair as network. *The Journal of Arts Management, Law, and Society*, 44(1), 33-46.
- Pellegrino, R (2016) – Autentiche: il diritto è degli eredi o degli esperti? *Artribune*. [e-journal]
- Pesando, J. E. (1993) - Art as an investment: The market for modern prints. *The American Economic Review*, 1075-1089.
- Pirrelli, M. (2007) - La corsa ai fondi d’investimento in arte, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*
- Pirrelli, M. (2017) – Sul web le case d’asta battono le gallerie, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*

- Pirrelli, M. & Marchesoni, M. A. (2017) - Arte online: il mercato non si converte, *Il Sole 24 Ore ARTECONOMY24*
- Pownall, R. (2017) - TEFAF Art Market Report 2017, Technical report, *The European Fine Art Fair*.
- Quemin, A. (2013) - International contemporary art fairs in a 'globalized' art market. *European Societies*, 15(2), 162-177.
- Renneboog, L. & Spaenjers, C. (2013) - Buying beauty: On prices and returns in the art market. *Management Science*, 59(1), 36-53.
- Renneboog, L. & Van Houtte, T. (2002) - The monetary appreciation of paintings: From realism to Magritte. *Cambridge Journal of Economics*, 26(3), 331-358.
- Reyburn, S (2014) – Speculating on Trophy Art, *The New York Times ART*
- Sagot-Duvauroux, D. (2003) - Art prices. *A Handbook of Cultural Economics*, 57-63.
- Saltarelli, A. (2011) – Art authentication: a game of monopoly? *BusinessJus*. [e-journal]
- Saltarelli, A. (2013) – L'appropriazionismo nell'arte: riflessi giuridici. *BusinessJus*. [e-journal]
- Sartore, M. (2016) – L'autentica delle opere d'arte: problemi e strumenti digitali. *MyTemplArt* [e-journal]
- Scorcu, A. E. & Zanola, R. (2011) - The "right" price for art collectibles: a quantile hedonic regression investigation of Picasso paintings. *The Journal of Alternative Investments*, 14(2), 89-99.
- Segnalini, S. (2016) - Art funds e gestione collettiva del risparmio, G. Giappichelli Editore - Torino.
- Spaenjers, C. (2016) - The Long-Term Returns to Durable Assets. *Research Foundation Publications*, 2016(3), 86-97.
- Stein, J. P. (1977) - The monetary appreciation of paintings. *Journal of political Economy*, 85(5), 1021-1035.
- Worthington, A. C. & Higgs, H. (2003) - Art as an investment: short and long-term comovements in major painting markets. *Empirical Economics*, 28(4), 649-668.

Worthington, A. C. & Higgs, H. (2004) - Art as an investment: Risk, return and portfolio diversification in major painting markets. *Accounting & Finance*, 44(2), 257-271.

Yogev, T. (2009) - The social construction of quality: status dynamics in the market for contemporary art. *Socio-Economic Review*, 8(3), 511-536.

Yogev, T. & Grund, T. (2012) - Network dynamics and market structure: The case of art fairs. *Sociological Focus*, 45(1), 23-40.

Zampetti, C. (2007) - Art funds. Benefici e difficoltà, *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa* (1/2007), 187-198.

Zorloni, A. (2005) - Structure of the contemporary art market and the profile of Italian artists. *International Journal of Arts Management*, 61-71.

Zorloni, A. (2017) – Investimenti in arte e in beni da collezione. *Il Giornale delle Fondazioni* [e-journal]

Zorloni, A. (Ed.). (2016) - *Art Wealth Management: Managing Private Art Collections*. Springer.

Zorloni, A. & Ardizzone, A. (2016) - The winner-take-all contemporary art market. *Creative Industries Journal*, 9(1), 1-14.

Zorloni, A. FrancoAngeli, ed. (2016) - L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system. FrancoAngeli.

## SITOGRAFIA

<http://www.artfacts.net/tour/artist-ranking/>

<http://www.artfundassociation.com/what-are-art-funds/basic-af.html>

<http://www.artlawyers.legal>

<http://www.artribune.com>

<http://www.businessjus.com>

<http://www.collezionedatiffany.com>

<http://www.economiaediritto.it>

<http://www.ilgiornaledellefondazioni.com>

<http://www.ilsole24ore.com/arteconomy.shtml>

<http://www.knightfrank.com>

<http://www.morningstar.it/it/news/106843/fondi-darte-meno-di-nicchia.aspx>

<https://www.artprice.com>

<https://www.hiscox.co.uk>

<https://www.mercer.it/sala-stampa/asset-allocation-survey-2017-investimenti-alternativi-ESG-investitori-istituzionali-italiani.html>

<https://www.mytemplart.com/it>

<https://www.nytimes.com>

<https://www.tefaf.com/home>

<https://www2.deloitte.com/it/it.html>